

**18 SEPTEMBRE
2024**



LES RENCONTRES D'EXPERTS

SPECIAL CRÉATION DE VALEUR ET CONTINUATION FUNDS



Chez Simmons & Simmons, 21 rue de la Ville l'Evêque, 75008 Paris

EN PLEIN BOOM, LES CONTINUATION FUNDS favorisent la création de valeur durable



Quasi inexistant il y a dix ans, les continuation funds sont devenus la quatrième voie de sortie pour les fonds dans l'Hexagone. Sur le papier, ces continuations funds n'ont apparemment que des avantages et il n'est pas étonnant qu'ils soient devenus le segment du marché secondaire qui enregistre la plus forte croissance. Les single-asset continuation funds ont représenté 31 % des 'GP-led' l'an dernier. C'est aussi et surtout un pari sur l'avenir pour continuer à créer de la valeur sur un actif performant à l'égard duquel le sponsor a une conviction forte. L'entrepreneur y trouve aussi quelques avantages à continuer l'aventure avec un financier connu. Pour en juger nous avons réunis un panel de professionnels expérimentés. Morceaux choisis.

MdA : L'IPEM vient de se terminer il y a quelques jours. Quel est le sentiment qui prédomine sur le marché ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Notre premier semestre et l'été ont été très actifs. Au global, on voit bien que le volume global de transactions mondial a baissé, que le large cap a un peu souffert mais le Mid Market français est très résilient avec des

fonds et corporates qui se réinventent en permanence. Même si on décrit un contexte macroéconomique peu réjouissant et une politique complexe. Ce qui me fascine est que les fonds, même dans la tempête, continuent de se déployer et de s'investir. Le marché est plus complexe mais il tient bien.

Pierre Meignen, Eurazeo : Je partage ce que dit Stéphane. A l'IPEM, j'ai trouvé qu'il y avait plus d'optimisme de

la part de nos partenaires investisseurs institutionnels et globalement de l'écosystème. C'est bien de le souligner parce que ces deux dernières années c'était un peu moins le cas. Malgré un environnement géopolitique instable et un climat politique national particulier, on constate qu'il y a toujours de l'activité et de l'appétit pour les beaux actifs. Très clairement, ce que l'on constate c'est une volonté de la part de nos investisseurs pour

Stéphane Hutten

► Stéphane est l'associé en charge du département Corporate & Private Equity du bureau parisien d'Hogan Lovells et fait partie de l'équipe dirigeante globale Private Equity. Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de Private Equity. Il conseille également sur les questions de droit boursier et de gouvernance d'entreprise.

► Stéphane figure parmi les « 50 valeurs montantes du barreau des affaires » choisies par le Magazine des Affaires, a été désigné « avocat de l'année » par plusieurs publications, et en tant que « leading individual » dans la plupart des classements dont Chambers et Legal 500. Il intervient sur de nombreux dossiers de place, et notamment récemment dans le cadre des dossiers Vulcain Ingénierie (Ardian), Efeso (Towerbrook), Cellnex/Austria (EDF Invest, Vauban, MEAG), GSF (Towerbrook), Orion (Ardian), EN5 (Arkéa Capital Partenaire), Flex Composite Group (IDI), Platinum Invest / LVMH (Andera Partners), ADP/GMR, ADP/TAV, CNP Assurances/Aviva, CNP Assurances/MedVida ainsi que pour de nombreux acteurs industriels de premier plan.



réinvestir dans nos programmes dès lors que le positionnement est clair et a fait ses preuves. Depuis quatre ans, nous avons concentré nos efforts sur les secteurs des technologies et des services. Nous recherchons des sociétés alliant croissance, rentabilité et résilience. Ces secteurs sont riches en opportunités. Et ce que l'on constate c'est que d'investir dans des sociétés qui ont des taux de croissance élevés sur des marchés porteurs, cela crée des opportunités transactionnelles en cours de vie de l'investissement. On l'a vu à plusieurs reprises en moins d'une année sur notre portefeuille.

Cyril Miller, Arkéa Capital : On a clairement deux marchés très différents. Un marché de beaux actifs sur lequel le niveau concurrentiel est très élevé et la liquidité est bonne, et, un marché plus complexe avec des actifs qui ne cochent pas toutes les cases, mais qui offrent des opportunités d'achat à moindre coût. La question pour nous, investisseurs, est aussi de savoir si on

va observer un retour des LPs avec la baisse des taux qui se profile. Il sera intéressant de voir quels seront les arbitrages qui vont être faits.

“Notre premier semestre et l'été ont été très actifs. Le Mid Market français est très résilient avec des fonds et des corporates qui se réinventent en permanence.”

Stéphane Hutten

MdA : Gilles sur le front des levées de fonds...MdA : Quelle dynamique pour les levées de fonds en 2024 ?

Gilles Morel, Jasmin Capital : On sort d'une année complexe. Ce qui intéresse de voir c'est que les investisseurs étaient

un peu sur alloués en 2023 après une année 2022 très bonne. Deux après, on a ce recyclage de liquidité qui se fait un peu attendre. Il y a encore peu de distribution. Historiquement, le niveau de distribution est très bas. Après si on regarde devant nous, je partage ce sentiment d'optimisme. On a un contexte macro qui est un peu maîtrisé avec une inflation qui baisse, une baisse des taux qui s'est amorcée. On sait que l'on sait vivre avec des contextes de croissance plus faibles; Et je pense que les GPs se montrent de plus en plus actifs pour soit trouver de la liquidité ou être plus agile sur les participations. Et sur la partie de la levée de fonds, on sent l'importance de se différencier sur la façon de créer de la valeur.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : Oui je crois que l'on a appris à naviguer dans des environnements compliqués. Le marché est ce qu'il est. Nous n'allons pas nous cacher dans une caverne en attendant que le temps des



Pierre Meignen

- Pierre Meignen est Partner & Head of Eurazeo Small Mid Buyout
- Pierre a rejoint Eurazeo en 2005 et compte aujourd'hui 20 ans d'expérience dans le capital investissement. Il a dirigé une douzaine d'investissements dont les opérations Evernex, Vignal Lighting Group, Odealim, SMILE, UTAC, Efeso Consulting, I-Tracing, Groupe Premium, WiiSmile et NeoXam
- Pierre dirige l'activité Small Mid Buyout (SMBO) depuis janvier 2024. L'équipe qui compte 25 professionnels de l'investissement est spécialisée dans l'accompagnement de champions français ou européens dans les secteurs des technologies et des services. Les actifs sous gestion s'élèvent à 2,5 Mds d'euros, dont 1,05 Mds d'euros pour le fonds PME IV en cours d'investissement.

incertitudes passe. Ce que je retiens c'est la résilience des acteurs. Mon sentiment c'est que nous sommes dans une ère dominée par les individus plus que par des noms d'acteurs prestigieux même si cela compte toujours. Les sociétés de gestion se différencient, chaque société de gestion a sa marque de fabrique, sa culture particulière. Lorsque je tente de comprendre ce qui attend le marché européen, je regarde les tendances du marché américain, le marché américain a toujours un train d'avance (voire trois) par rapport au marché européen. Dans le marché américain, vous avez d'une part les grands noms de la gestion d'actifs (liquides et illiquides) et d'autre part des gestionnaires spécialisés sur un segment de marché spécifique, innovants dans leur domaine particulier. Mon sentiment c'est que l'Europe est en train d'emboîter le pas de nos amis américains et que finalement, il y aura d'une part un effet de consolidation (des grands noms toujours plus gros et plus diversifiés) et d'autre part, des plus petits acteurs,

très performants, très agiles et très spécialisés.

“Malgré un environnement géopolitique instable et un climat politique national particulier, on constate qu'il y a toujours de l'activité et de l'appétit pour les beaux actifs. Très clairement, ce que l'on constate c'est une volonté de la part de nos investisseurs pour réinvestir dans nos programmes dès lors que le positionnement est clair et a fait ses preuves.”

Pierre Meignen

Mda : Cyrille Roustang, historiquement, vous avez privilégié dans votre portefeuille le LBO Smid-Cap chez AG2R LA MONDIALE. Pour 2024, votre allocation a-t-elle plutôt diminué ou augmenté ?

Cyrille Roustang, AG2R LA MONDIALE : En termes d'enveloppe, il n'y a pas eu de modifications. Le groupe est resté constant avec environ 100 M€ investis chaque année. Ce sera le cas en 2024. Aujourd'hui, nous avons déployé 80% du programme sur 14 investissements. Une dizaine de re-up réalisés sur des fonds dans lesquels nous étions déjà investis et quatre investissements avec de nouvelles relations. Nous avons réduit la part de capital innovation qui est passée de 20% à 10% cette année. Nous restons concentrés sur le Smid Cap. Ce qui a changé cette année c'est que nous avons ouvert une allocation pour le co-investissement dans laquelle nous sélectionnons à la fois des fonds de continuation et des fonds de co-investissement qui permettent une

Cyrille Roustang

- Cyrille Roustang a rejoint en 2002 les équipes de gestion d'AG2R LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS en tant que gérant de fonds sur les valeurs européennes. En 2013, il s'est vu confier la responsabilité des investissements en Private Equity et Infrastructures pour les portefeuilles d'AG2R LA MONDIALE. Il est diplômé de l'IPAG, du Master en gestion de patrimoine de Clermont-Ferrand et de l'ESSEC..
- Spécialiste de la protection sociale et patrimoniale en France, AG2R LA MONDIALE assure les particuliers, les entreprises et les branches, pour protéger la santé, sécuriser le patrimoine et les revenus, prémunir contre les accidents de la vie et préparer la retraite. Le Groupe compte plus de 15 millions d'assurés et accompagne 500.000 entreprises au quotidien. Avec près de 15.000 collaborateurs, AG2R LA MONDIALE est présent sur l'ensemble du territoire métropolitain et ultramarin. Doté d'une gouvernance paritaire et mutualiste, le Groupe cultive un modèle de protection sociale unique qui conjugue étroitement rentabilité, solidarité et performance.



diversification en termes de gérants et de géographies. Nous constatons que les levées de fonds sont plus longues qu'en 2021. Ce qui a créé des opportunités d'entrer dans certains fonds de millésime 2022 qui ont déjà presque investi un tiers de leur portefeuille, gommant ainsi l'effet courbe en J.

Mda : Julien vous intervenez sur une centaine d'opérations chaque année sur le small cap avec aussi et c'est assez nouveau quelques fonds de continuation...n'est ce pas ?

Julien Passerat, Oderis : Sur 2024, nous sommes en effet restés très actifs malgré un marché qui s'est généralement un peu assagi. Les opérations prennent dorénavant un plus de temps ce qui rallonge souvent nos périodes d'interventions. Nous sommes en quelque sorte les garants du chiffre et il est aussi parfois notre rôle de tempérer les enthousiasmes ou en tout cas d'essayer de montrer une situation objective. Je trouve parfois

qu'intervenir sur des actifs dans un contexte de fonds de continuation permet d'apporter davantage de

“En termes d'enveloppe, il n'y a pas eu de modifications. On est resté constant avec environ 100 M€ investis chaque année. On reste très concentré sur le Smid Cap. Ce qui a un peu changé c'est que l'on a ouvert un champ de co-investissement dans lequel on met à la fois des fonds de continuation et des fonds de co-investissement.”

Cyrille Roustang

valeur ajoutée dans nos travaux. Récemment, nous sommes intervenus

sur le fonds de continuation réalisé par MBO+. Cela nous permet d'avoir une approche très différente puisque la société de gestion est à la fois acheteuse et vendeuse. Nous avons réalisé un document « vendeur » qui est orienté différemment d'une due diligence classique. Nous considérons que nous arrivons à apporter davantage de valeur ajoutée sur des vrais fondamentaux de construction de valeur et pas seulement sur des paramètres de valorisation. Cela nous a permis d'aller plus loin dans l'analyse, de soulever le capot et parler avec les équipes de gestion et le management sur les fondamentaux. Je crois que la création de valeur se fait plus facilement sur des temps longs permettant de mieux identifier les zones de force et d'amélioration.

Mda : Dans les deux actifs que tu cites dans le continuation fund, il y a Osmaia. On a la chance d'avoir Eric avec nous. Pouvez-vous nous raconter la genèse de cette opération et comment avez-vous vécu sa mise en place ?



Agnès Rossi

- Associée en structuration de fonds primaires et secondaires au sein de Simmons & Simmons, Agnès Rossi est reconnue pour conseiller certains des plus grands acteurs français du capital investissement, de l'infrastructure et de la dette. Elle s'est illustrée ces derniers temps sur plusieurs fonds de continuation de place.
- Elle possède une expérience significative dans tous les aspects des structures de fonds complexes internationaux et des conseils en matière de réglementation (tels que l'agrément AIFM et l'agrément ELTIF), s'étant concentrée sur les fonds d'investissement privés en France, au Luxembourg, à Londres et à l'Ile Maurice au cours des 15 dernières années. Agnès a travaillé au Luxembourg puis chez SJ Berwin (bureaux de Paris et de Londres) pendant 11 ans avant de devenir associée en 2016.



Eric Bouichet, Osmaia : Osmaia est issu d'un spin-off; On appartenait à un groupe familial qui s'est séparé de sa branche espaces verts de façon ultra rapide en 2019. On a découvert MBO+ et derrière on a appris à travailler ensemble. Le chantier était très important en 2020 pour réaliser ce carve out et nous avons réalisé une vingtaine de Build Up que l'on a intégré. On est passé de 80 M€ à 180 M€ de chiffre d'affaires. Et là si tout va bien, on devrait faire 70 M€ de plus cette année grâce à plusieurs build up à l'international sur lequel nous travaillons.

MdA : Quand on réalise un fonds ensemble. Ils nous font confiance et sont très accés sur l'humain.

MdA : Quand on réalise un fonds "Le marché américain a toujours un train d'avance (voire trois) par rapport au marché européen. Mon sentiment c'est que l'Europe est en train d'emboîter le pas de nos amis américains et que finalement, il y aura d'une part un effet de consolidation (des grands noms toujours plus gros et plus diversifiés) et d'autre part, des plus petits acteurs, très performants, très agiles et très spécialisés."

MdA : Finalement on vit bien avec les fonds. Le parcours de croissance est impressionnant.

Eric Bouichet, Osmaia : Oui, nous sommes très heureux de travailler avec MBO+. Xavier de Prévoisin qui suivait l'actif en Mai 2023 nous a fait part de son intention de continuer. De notre côté, on était très favorables car on a appris à se connaître et c'est désormais beaucoup plus simple d'avancer

ensemble. Ils nous font confiance et sont très accés sur l'humain.

MdA : Quand on réalise un fonds ensemble. Ils nous font confiance et sont très accés sur l'humain.

MdA : Quand on réalise un fonds "Le marché américain a toujours un train d'avance (voire trois) par rapport au marché européen. Mon sentiment c'est que l'Europe est en train d'emboîter le pas de nos amis américains et que finalement, il y aura d'une part un effet de consolidation (des grands noms toujours plus gros et plus diversifiés) et d'autre part, des plus petits acteurs, très performants, très agiles et très spécialisés."

Agnès Rossi

de continuation, est-ce plus court qu'un process classique Agnès ?

Agnès Rossi, Simmons & Simmons: la cession d'un actif au travers d'un fonds de continuation prend plus de temps qu'une cession directe de l'actif au marché. Par contre, si on compare la levée d'un fonds de continuation (en moyenne 6 mois) avec une levée de fonds classique "blind pool" (entre 12 et 18 mois en moyenne), c'est plus court. Un fonds de continuation et un fonds classique sont deux concepts très différents. Dans une levée de fonds classique, les investisseurs investissent dans un fonds à l'aveugle (puisque'ils ne connaissent pas les actifs) en ne se basant que sur l'expérience et le "track record" de l'équipe de gestion ainsi que les perspectives du marché. Les investisseurs dans les fonds de continuation achètent un actif - ils n'ont d'égard que pour la qualité de l'actif, les perspectives de cet actif, les dirigeants de l'actif et la capacité de la société de gestion gérant le fonds de continuation à faire grandir l'actif concerné. Assez souvent, les



Cyril Miller

- Cyril Miller, actuellement Directeur Associé chez Arkéa Capital à Paris, a rejoint la société de gestion en 2010, date de l'ouverture du bureau parisien. Avant cela, il a acquis une expérience précieuse en travaillant chez SPEF LBO au sein de Natixis Private Equity, cumulant ainsi un total de plus de 25 ans d'expérience dans le secteur du Private Equity.
- Au cours des 14 années passées chez Arkéa Capital, Cyril Miller a été un acteur clé dans de nombreuses opérations, notamment celles impliquant les groupes Paprec et Altrad. Pour rappel, Arkéa Capital, fondée en 1982, est le partenaire de plus de 100 entreprises sur l'ensemble du territoire, emploie plus de cinquante professionnels répartis dans 7 bureaux régionaux et dispose d'1,3 milliard d'euros sous gestion.

investisseurs "lead" et "co-lead" souhaitent des droits d'ingérence dans la gestion de l'actif concerné. A cet égard, les investisseurs "lead" et "co-lead" ont un droit de regard sur le pacte d'actionnaires relatif à l'actif concerné.

MdA : Pierre, sur le terrain qu'est ce vous regardez quand vous lancez dans un fonds de continuation ?

Pierre Meignen, Eurazeo : On a un exemple assez récent sur un "single asset". La question c'est comment arrive t'on à ouvrir un nouveau chapitre avec la société en respectant l'ensemble des parties prenantes.. Il se trouve que l'entreprise évolue dans un secteur porteur et affiche une croissance de l'ordre de 30% par an. La société est leader français aujourd'hui et souhaite devenir leader européen demain. On a regardé si cela fonctionnait sur le papier d'un point de vue de l'équilibre financier, il faut ainsi une excellente relation avec le management pour mener des échanges constructifs. C'est une pratique qui reste encore récente,

nous avons souhaité mener l'opération la plus convaincante possible pour les LP du fonds vendeurs en lançant avec l'aide d'une banque d'affaires un processus compétitif auprès de plusieurs GP pour objectiver le prix de

“La question pour nous investisseurs est aussi de savoir si on va observer un retour des LPs avec la baisse des taux qui se profile. Il sera intéressant de voir quels seront les arbitrages qui vont être faits.”

Cyril Miller

marché de l'actif. Nous sommes ainsi revenus dans l'opération à travers un fonds de continuation à lever en tant qu'actionnaire co-contrôlant, aux côtés du nouveau GP sélectionné.

Donc le sujet de la maximisation du prix était complètement en ligne avec notre mandat. En complément, nous avons été en mesure de proposer à nos investisseurs de réinvestir dans l'opération, pour ceux qui le souhaitent. Pour convaincre les nouveaux LP de rejoindre notre fonds de continuation, nous avons mandaté un agent de placement. Le processus a été rapide car deux acteurs ont confirmé leur intention de nous accompagner en un peu plus d'un mois. Dans ce processus de fonds de continuation, les investisseurs institutionnels formulent des lettres engageantes mais ce ne sont jamais des offres complètement fermées, contrairement à un processus classique. Il faut prendre le temps de négocier les termes. Pourquoi avons-nous fait ce choix ? Nous pensons que c'est une façon de construire des relations de long terme avec nos investisseurs institutionnels, actuels et futurs. Pour notre société de gestion c'est aussi source de revenus additionnels qui permettent de continuer à recruter et se développer à l'international. Autant d'arguments

Gilles Morel

- Gilles Morel est Associé chez Jasmin Capital, il est responsable de l'équipe Advisory depuis septembre 2022. Il est ainsi chargé des activités de Project Management pour les levées de fonds, de conseil de transactions secondaires GP-led et LP-led, et du Strategic Advisory (notamment rapprochement de sociétés de gestion)
- Gilles Morel a précédemment travaillé comme Directeur Exécutif de l'équipe Equity Capital Markets chez Natixis. Gilles a débuté sa carrière chez ODDO BHF au sein des départements Corporate Finance et Equity Capital Markets. Il est titulaire d'un Master de l'ESCP Europe.



qui seront vus positivement par les LP dans le cadre de la levée du fonds successeur.

MdA : Coté société de gestion, cela permet aussi de "derisker" un investissement dans des périodes plus compliquées. Cela a aussi cette vertu là ?

Pierre Meignen, Eurazeo : Tout à fait. Après le fonds de continuation c'est un peu une modalité pour poursuivre l'aventure. Mais cela peut s'imaginer différemment, par exemple à travers le fonds successeur dès lors que l'opération est validée par les investisseurs institutionnels, où bien à travers le même fonds dans le cadre d'une opération structurée. Fondamentalement on souhaite continuer lorsque les conditions sont réunies à accompagner nos entreprises sur-performantes et sur lesquelles il y a encore beaucoup à faire.

MdA : C'est peut être aussi un bon signal pour les entrepreneurs de montrer que l'on est capable

d'accompagner dans la durée. N'est ce pas ?

Pierre Meignen, Eurazeo : Exactement et d'autant plus avec la possibilité pour les équipes de management de bénéficier d'un benchmark de marché

“Les GPs se montrent de plus en plus actifs pour soit trouver de la liquidité ou être plus agiles sur les participations. Pour lever des fonds, on sent l'importance de se différencier sur la façon de créer de la valeur.”

Gilles Morel

sur la valorisation. C'est pour cela que l'opération opération combinée que je décrivais est particulièrement adaptée. Dans les fonds de continuation fermés, il y a la question de savoir si on a bien

eu les bonnes conditions de marché. D'avoir une expression d'un tiers dans le cadre d'un processus compétitif, cela simplifie beaucoup de choses.

MdA : Oui certains investisseurs ne sont pas forcément convaincus de cela....

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : Beaucoup d'investisseurs institutionnels considèrent que le prix de cession d'un actif au marché est forcément plus élevé que le prix de cession à un fonds de continuation.

Gilles Morel, Jasmin Capital : Oui et il y a un sujet que leur mandat est de sélectionner des équipes et pas forcément de se prononcer sur des décisions sur un actif. Et en quelques semaines, ils ne sont pas forcément équipés pour prendre une telle décision. Donc par défaut, ils prennent souvent la partie cash.

Eric Bouichet, Osmia : Déjà, je pense que le prix est plus que correct lors que le process est bien mené. Et puis



Julien Passerat

► Julien Passerat est dirigeant et fondateur du cabinet Oderis et Associé TS. Diplômé de la Reims Management School, Julien a débuté sa carrière chez JP Morgan en M&A puis Arthur Andersen au sein des départements Audit puis Transaction Services dédiés au segment Large Cap.

► En 2006 il fonde le cabinet Oderis afin d'accompagner les dirigeants et les fonds d'investissement dans leurs problématiques autour du chiffre sur un segment de marché peu couvert à l'époque : le small et smid cap. Dans un premier temps pure player de la Transaction, Julien s'est progressivement entouré de nouveaux associés afin d'être en mesure de couvrir une large palette de services financiers et opérationnels financiers à destination de ses clients et de ses prescripteurs.

► Avec plus de 30 ans d'expérience, Julien a accompagné ses clients sur plus de 500 missions en France et à l'étranger couvrant un large spectre d'activités et de situations (Transaction, Sous-Performance, IBR...).



pour les gens qui étaient au package du premier tour, c'est quand même une sortie. C'est le confort de continuer avec un fonds que l'on connaît, et la possibilité de faire du cash out. Au premier tour, j'avoue que je n'étais pas forcément convaincu d'investir par méconnaissance. On détenait des actions du Holding mais sans savoir ni réaliser leurs valeurs. En juillet, les 30 actionnaires ont pu réaliser leur plus value et cela a boosté tout le monde surtout quand au 2e tour on a élargi le package management à tous les cadres (130 personnes). Quand on a dit à l'équipe on s'oriente vers un fonds de continuation et que la question de la valorisation s'est posée. On s'est dit que oui mais même si la valorisation n'était pas tout à fait optimisée, de toute les façons on est sûr de la retrouver à la fin du 2e tour.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : C'est exactement le même raisonnement que tiennent les investisseurs institutionnels et c'est pour cela qu'il vaut mieux réinvestir dans le fonds de continuation que

“Je trouve parfois qu'intervenir sur des actifs dans un contexte de fonds de continuation permet d'apporter davantage de valeur ajoutée dans nos travaux. Cela nous permet d'avoir une approche un peu différente puisque la société de gestion est à la fois acheteuse et vendeuse. Nous considérons que nous arrivons à apporter davantage de pertinence sur des vrais fondamentaux dans la mesure où nous connaissons déjà bien l'actif.”

Julien Passerat

prendre la liquidité offerte par la transaction.

Cyrille Roustang, AG2R : Cela dépend si vous avez une poche qui vous permet d'investir. Nous avons un premier investissement dans un fonds de continuation réalisé par Abenex. A long terme, il sera important pour les équipes de sélection de fonds d'étudier la répartition de la création de valeur pour le gérant entre ses fonds “flagship” et ses fonds de continuation.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : quand vous détenez des parts de carried interest dans un fonds classique, le carried est calculé selon le principe du “fund as a whole” (ie le portefeuille entier du fonds); dans un fonds de continuation, par définition, le carried est calculé “deal by deal”. Cette dichotomie peut avoir des effets pervers sur les équipes.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Pour que ce type d'opérations résolve les risques de conflit d'intérêt, il faut mettre en place des processus de



transfert d'actifs qui permettent d'assurer une indépendance dans la formation des prix. Ce n'est pas encore clairement régulé. Le sens de l'histoire est d'aller vers plus de régularisation dans ce type de deals. On a fait beaucoup d'opérations avec des fonds de continuation, et il n'y a pas deux deals qui se sont déroulés de la même façon même s'il y a toujours des similarités. Est-ce que c'est une sortie ou pas? Est-ce que cela déclenche le carried? Est-ce que le tiers va investir en direct dans la holding de reprise ou indirectement dans le fonds de continuation? Ce n'est pas tout à fait la même chose et implique des nuances importantes. Ce n'est pas les mêmes acteurs ni le même marché selon les schémas retenus. Et cela n'est pas le même prix non plus. Mon expérience de ces opérations est que l'indépendance dans le processus de discussion n'est pas facile à garantir et cela pousse notamment à mettre en place des assurances de garantie de passif. Il me semble donc que le sens de l'histoire est d'aller vers plus de régularisation de ce type de deal. Pour le moment, cela anime bien le marché et il n'y a que des belles histoires. Le mouvement de régularisation a commencé !

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : Le guide ILPA sur les fonds de continuation auquel Stéphane fait référence est peu appliqué et peu applicable. France Invest est également en train de sortir son guide des fonds de continuation avec les pratiques actuelles. Il me semble que ce domaine est déjà très encadré et d'ailleurs, les transactions entre fonds existent depuis aussi longtemps qu'il y a des fonds.

Cyril Miller, Arkéa Capital : L'un des enjeux est d'avoir un schéma concurrentiel de type M&A permettant de valider le prix. L'autre est la problématique de débouclage et de construction des carried interests.

Eric Bouichet

► Eric Bouichet est Chief Executive Officer chez OSMAIA GROUP

► Osmaïa est dirigé par Eric Bouichet. Osmaïa est un groupe français de paysagisme et d'entretien d'espaces verts en pleine expansion. Son offre de services s'étend de la création d'espaces verts et de terrains de sport à l'entretien pour les collectivités locales et les entreprises privées, ainsi qu'une expertise unique dans le génie écologique et dans la réalisation de chantier très haut de gamme. Osmaïa est leader sur le marché francilien et détient de fortes positions en Normandie, dans le Nord et dans le Sud de la France. L'entreprise entretient 12 000 sites tout au long de l'année, principalement dans le cadre de contrats pluriannuels. Parmi ses projets phares : la restauration des parterres du Château de Versailles, la plantation et la végétalisation du nouveau Palais de Justice de Paris et l'entretien des jardins du Parlement français. Osmaïa a été fondée en 1962 et a été rachetée par le groupe de facility management Atalian en 2007, puis par MBO+ depuis novembre 2019. L'entreprise compte environ 1 700 employés et 40 succursales en France et en Suisse. (19 sociétés ont rejointes le groupe depuis 2020).



Gilles Morel, Jasmin Capital : J'aimerais apporter deux commentaires sur ce qui a été dit. D'abord il y a un vrai processus concurrentiel. Ensuite il y a des acteurs secondaires qui se spécialisent et deviennent des vrais spécialistes du GP Leds avec des due diligence assez poussées. Dernier point, le marché des GP Leds reste un marché sous capitalisé. On a beaucoup de gérants qui vont lever des fonds. Le GP Led représente environ 70 Md\$ dans le monde dont les deux tiers aux USA. Cela devrait continuer de croître car il y a de plus en plus de GPs qui cherchent à en faire. Dans le détail, on a la moitié du GP Led est du single asset. Le marché a surtout explosé depuis 2021. On le faisait avant mais cela ne s'appelait pas comme cela.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Ce qui d'ailleurs est un des points qui n'est pas toujours facile à définir dans les pactes ou on doit définir un transfert

libre ou une sortie. Pour arriver à définir le fonds de continuation ce n'est pas si évident. On peut dire que c'est une sortie au profit d'un fonds géré par la même société de gestion qui déclenche

“Un fonds de continuation, c'est le confort de continuer avec un fonds que l'on connaît, et la possibilité de faire du cash out. En juillet, les 30 actionnaires ont pu réaliser leur plus value et cela a boosté tout le monde surtout quand au 2e tour on a élargi le package management à tous les cadres.”

Eric Bouichet

le carried mais ce n'est pas toujours le bon critère. On peut également se référer à des LPs communs dans le fonds.

MdA : MBO+ a un super track record, l'actif est excellent et pourtant cela a été compliqué à sortir. Comment expliquer cela ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il y a vingt ans, faire des LBO c'était plus long qu'aujourd'hui. Pour ce marché des fonds de continuation, il y a plus de nouveautés et donc toujours une phase de pédagogie, notamment dans la phase de structuration des process. Et cela est très variable selon les deals. Il y a aussi moins de pression concurrentielle sur ces opérations donc plus de temps. C'est un monde plus feutré.

Eric Bouichet, Osmaïa : Pour MBO+, je sais que c'était important d'avoir



un processus concurrentiel le plus transparent possible.

Pierre Meignen, Eurazeo : Les investisseurs secondaires sont très attentifs à la NAV alors qu'un GP classique est peu sensible à ce référentiel. Quelle est la NAV? Est-ce que l'actif va bénéficier d'une prime, ou d'une décote? Tout tourne autour de cela. Pour les sociétés de gestion, ce n'est pas toujours évident de vendre à la NAV, surtout lorsque l'approche est conservatrice. Il est donc utile à ce titre d'avoir un prix fait par le marché, cela permet aux investisseurs secondaires de prendre en compte un prix objectif.

Gilles Morel, Jasmin Capital : D'autant que certains ont habitué leurs LPs à vendre à 30/40% au-dessus de la nav. Même si récemment on l'a un peu moins vu. Statistiquement, il y a la moitié des fonds de continuation se font à la NAV. Il y a aussi des primes sur des parts secondaires.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : Oui tout est possible. C'est vraiment au cas par cas.

MdA : Julien vous voyez plus de 100 transactions par an. Est-ce que c'est une tendance de fond sur votre segment du Small-cap ?

Julien Passerat, Oderis : Notre rôle « d'auditeur financier » nous positionne un peu comme spectateur de ces opérations. Mais nous aimons bien ces contextes où nous pouvons travailler de façon plus sereine et où la valorisation est un peu moins au centre de nos préoccupations. Le travail que l'on a fait sur LT, deuxième actif du fonds de continuation réalisé par MBO+, était très en profondeur et a été réalisé sur un groupe que nous connaissons bien. Il a fallu bien évidemment réaliser des analyses classiques de présentation de comptes en proforma (afin de prendre en compte sur un périmètre comparable les nombreuses opérations de croissance externe qui avaient été

réalisées), mais également se projeter de façon très objective sur les zones d'amélioration et les vrais axes de création de valeur que l'on peut plus facilement identifier compte tenu de l'historique dont dispose l'équipe de gestion sur sa participation.

Eric Bouichet, Osmaia : Et oui cela nous a permis de poser les chiffres car cela va très vite. Acquisition par acquisition on peut prendre du recul sur ce qui a fonctionné et ce qui a fonctionné un peu moins.

MdA : Agnès, vous structurez beaucoup de fonds. Que représente la part fonds de continuation dans votre activité ?

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : C'est une vraie tendance. A tout moment, nous travaillons sur au moins 3 fonds de continuation, ça va vite et puis on passe à autre chose. Ce qui est intéressant c'est que cette tendance des fonds de continuation touche tous les segments. On intervient sur du LBO Mid Cap, de l'infrastructure et même du Venture... si si, il y a aussi des fonds de continuation dans les fonds de capital risque.

Gilles Morel, Jasmin Capital : Oui je confirme. On a des fonds de continuation dans le VC aux Etats-Unis Cela devrait aussi venir dans des fonds de dette. Je pense que l'on est au début de l'aventure. Le marché à terme devrait vraiment grossir. C'est dans la boîte à outils des gérants depuis peu de temps. Surtout que je pense que la performance devrait être au rendez-vous. Car les gérants cherchent à garder les beaux actifs à la condition d'avoir une vraie histoire de croissance pour l'étape d'après. La création de valeur se construit dans la durée

Pierre Meignen, Eurazeo : Oui la tranche de vie 5 à 10 ans permet de mieux connaître les dirigeants et de franchir ensemble plusieurs étapes de développement, de cultiver des

habitudes de travail et de la confiance mutuelle qui peuvent être décisifs pour mener une stratégie de build-ups ambitieuse.

Gilles Morel, Jasmin Capital : on attaque une thèse d'investissement de 5 ans et au cours de la vie de l'investissement il y a un super dossier de M&A qui arrive et change un peu la donne. Le management aimerait continuer.

Cyril Miller, Arkéa Capital : Dans le cadre d'une gestion de fonds, à terme cela peut poser des sujets si cela devient structurel. Notamment en termes d'allocation de temps des équipes du fait du poids relatif du/des fonds de continuation dans l'actif géré.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : Si cela devient structurel...ce qui n'est pas encore fait. J'ai l'impression qu'il y a encore pas mal de LPs et même de GPs qui restent arc-boutés contre les fonds de continuation. Cela tient sans doute à la question de valorisation dont on a parlé.

Pierre Meignen, Eurazeo : Un petit commentaire sur la vision société de gestion avec les incertitudes sur la taille des fonds successeurs. Il faut avoir l'équipe en capacité d'aller déployer le fonds à la taille que l'on s'est fixé. Il faut avoir une bonne vision des revenus et cette source additionnelle de revenus est la bienvenue pour continuer à investir dans nos équipes pour les faire grandir à l'heure où il y a des aléas sur les revenus.

Cyrille Roustang, AG2R : Je suis d'accord. C'est un point que nous regardons. Dans un monde qui reste compliqué pour les levées de fonds, cela permet de continuer à déployer de l'argent, d'occuper les équipes, de faire un premier closing, d'avoir une durée de levée de fonds raisonnable. Nous préférons ce type de solution au NAV Financing, qui rajoute du levier au portefeuille. ■