



ABONNÉS


LE RENDEZ-VOUS

## Réglementation, digitalisation et segmentation du marché : la nouvelle donne pour le private equity

Publié le 24 janvier 2025 à 10h00

Sahra Saoudi, Florence Jouffroy | ⌚ Temps de lecture 40 minutes

Dans un environnement marqué par les incertitudes économiques et géopolitiques, le marché du private equity a traversé une période charnière en 2024. Face aux soubresauts des marchés financiers et à la volatilité des taux d'intérêt, les fonds d'investissement ont adapté leur approche tout en maintenant leur dynamique de levée de capitaux. L'essor des critères ESG et le renforcement du cadre réglementaire redessinent profondément les stratégies d'investissement. Quels impacts sur le marché ? Quelles réponses apporter aux nouveaux enjeux juridiques et structurels ? Avocats spécialisés et acteurs majeurs du secteur décryptent les mutations du secteur et esquissent les perspectives pour 2025.

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	2 / 21	

## Les participants (de gauche à droite) :

- Alexis Dupont, directeur général, **France Invest**
- Xavier de Prévoisin, président du directoire, MBO +
- Olivier Deren, associé, Paul Hastings
- Thomas Priolet, associé, DLA Piper
- Marie Aubard, associée, Willkie Farr & Gallagher
- Christophe Deldycke président du directoire, Turenne Groupe
- Caroline Basdevant-Soulié, associée, Oyat Avocats


## Les derniers chiffres du marché

**Alexis Dupont, directeur général, France Invest** : Nous disposons des chiffres pour le premier semestre 2024, mais il sera nécessaire de confirmer ceux du second semestre en temps voulu. Les levées de fonds se stabilisent, atteignant 13,3 milliards d'euros sur le marché français, un niveau similaire à celui de 2023. Cela reflète à la fois un ralentissement des levées auprès des personnes physiques et entrepreneurs, et un retour des investisseurs institutionnels, tels que les compagnies d'assurances. Ce double mouvement s'accompagne d'un dynamisme notable des investissements, avec 14,7 milliards d'euros injectés dans l'économie au premier semestre, une tendance que l'on ne retrouve pas uniformément dans les autres pays européens. Le rythme reste soutenu, avec davantage de réinvestissements que d'opérations primaires. Cet aspect est positif, car il permet de soutenir les entreprises dans un contexte économique plus complexe. Toutefois, une incertitude subsiste concernant les nouvelles ouvertures de capital par les dirigeants. L'année est également marquée par un poids accru de l'industrie, représentant désormais 30 % des investissements, un marqueur significatif. La France se porte très bien par rapport à l'Europe si l'on en juge par les chiffres qui ont été sortis par Invest Europe. Les dynamiques ne sont pas les mêmes, la pondération des différents segments non plus, mais le marché a été globalement porté par de plus grosses opérations au premier semestre. En revanche, on enregistre moins d'opérations sur la tech.

## Quid de la typologie des investisseurs et des secteurs ?

**Alexis Dupont** : On a toujours le quatuor de tête avec l'industrie, le B-to-C, la santé et la tech. Sur les investisseurs, on constate le retour des compagnies d'assurances et un petit retrait des personnes physiques et des family offices.

**Marie Aubard, associée, Willkie Farr & Gallagher** : Je note en outre cette année un

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	3 / 21	


autre secteur qui veut attirer les fonds d'investissement, celui des activités réglementées, et ce malgré des contraintes réglementaires assez fortes pour ce type d'activité : ce sont par exemple les laboratoires, les cabinets de radiologie ou encore les experts-comptables qui cherchent, par exemple, à ouvrir leur capital aux fonds d'investissement. Cela suscite, en 2024, des problématiques intéressantes qui amènent les fonds et les structures d'acquisition à s'adapter à ce nouveau marché.

## Des levées de fonds plus difficiles

**Olivier Deren, associé, Paul Hastings** : Je ne suis pas certain de partager totalement la tonalité positive du constat dressé par Alexis Dupont. L'année a été effectivement intense en termes d'opérations et d'occupation des équipes. Pour autant, si le montant des levées est demeuré élevé, 50 % des fonds levés se sont répartis sur une quinzaine de fonds au niveau européen. Cela signifie que pour certains acteurs de taille plus petite, ou pour des acteurs n'offrant pas une plateforme de stratégies diversifiées, les levées de fonds ont été et demeurent beaucoup plus difficiles. La classe d'actifs private equity continue incontestablement à attirer mais je me demande s'il n'y a pas, derrière ce constat général, une réalité plus contrastée d'une industrie qui se transforme. Concernant le montant des fonds déployés, c'est vrai qu'il y a eu cette année un nombre encore très significatif d'opérations mais on peut s'interroger sur le point de savoir si les transactions les plus importantes en montant ne déforment pas l'appréhension globale de l'activité de l'industrie du private equity. Enfin, dernier commentaire, on n'a jamais vu, notamment sur le mid-market, un marché avec tout à la fois un nombre aussi important de mandats donnés aux banques d'affaires et un taux d'échec/d'interruption des process aussi élevé. En outre, les sorties réalisées n'ont bien souvent été possibles que par un réinvestissement des fonds cédants, que cela soit par le biais de fonds de continuation ou de deals pré-packagés. Cela n'est pas forcément négatif en soi mais traduit selon moi la difficulté des acteurs à réaliser des cessions à des conditions pleinement satisfaisantes par rapport à leurs conditions d'entrée et la pression mise par les LPs sur les GPs pour faire tourner leurs portefeuilles dans un marché transactionnel globalement difficile. Au total, tous ces éléments me conduisent à penser que le marché n'a pas été, au cours des derniers mois, si facile et, en tout cas, moins bon que les millésimes post-Covid.


## Vers une reconfiguration du marché

**Christophe Deldycke, président, Turenne Groupe** : Il faut toujours regarder le marché en valeur et en volume. Au 1er semestre 2024, on dénombre 1 360 opérations sur le marché, ce qui est exactement la moyenne sur les cinq dernières années. On a fait autant de levées que par le passé et chez Turenne Groupe nous avons réalisé autant d'investissements et de cessions de notre côté que sur les dernières années. Le marché se

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	4 / 21	

segmente davantage. Il y a des différences notables entre ce qui se passe dans le large cap, le mid-cap, le smid-cap et le small cap. Il ne faut plus globaliser quand on fait des analyses. Ce qui est clair, c'est que nous sommes quelque 450 compétiteurs sur le marché en France, et qu'il y en aura moins demain. Certains opérateurs ne lèveront plus de capitaux, car ils ne délivreront pas la performance suffisante ou la liquidité souhaitée par nos clients. D'autres opérateurs sont trop petits aujourd'hui pour faire face aux enjeux réglementaires. Cette situation est un facteur d'accélération de la consolidation sur le marché mais cela ne veut pas dire pour autant que la taille de notre marché va baisser. En nombre d'opérations, 80 % des opérations en volume sont sur des tickets inférieurs à cinq millions. Quand on parle de capital-investissement, il faut garder en tête que 80 % se font sur des petites opérations et 80 % en valeur se font sur des tickets supérieurs à 15-20 millions d'euros. Il y a toujours ce miroir déformant, il ne faut donc pas analyser le marché sur des grosses opérations qui baissent en volume. Si l'on prend en volume, on n'est ni sur une forte croissance ni sur une forte décroissance, mais bien sur la stabilité. Le trend est plutôt bon, parce que nous avons encore en France des entreprises qui restent trop petites et sous-capitalisées. L'ensemble des acteurs du capital-investissement n'accompagne que 8 300 entreprises en France, sur un potentiel de 100 000. Le baromètre est qu'au-delà des opérations que nous faisons en France, entre GPs, la croissance du marché va être tirée plutôt par des opérations primaires où les dirigeants vont accepter d'ouvrir leur capital. Force est de constater que nous avons encore du travail à faire pour convaincre les dirigeants de faire plus appel à nous. La conjoncture actuelle va inciter davantage de dirigeants, pour financer leur développement interne et externe, voire leurs opérations de transmission, à recourir plus à des fonds propres qu'à la dette. Les fondamentaux pour la croissance du métier du capital-investissement restent là. En revanche, il y aura moins d'acteurs, ils seront plus gros, plus professionnels et mieux organisés aussi pour rendre davantage de liquidités à nos clients. Aujourd'hui, nos LPs nous disent qu'ils ont moins de cash en retour que ce qu'ils avaient anticipé, c'est donc un frein pour eux pour réinvestir dans des nouveaux fonds. A nous d'organiser nos suivis de portefeuille pour générer davantage d'opérations de liquidité de manière régulière et donner satisfaction, de fait, à nos clients.

**Olivier Deren** : Une appréhension globale du marché est en effet de plus en plus délicate. Le marché est incontestablement de plus en plus segmenté entre les actifs à forte croissance, pour lesquels la compétition entre acteurs de l'industrie du private equity est toujours aussi intense, les actifs connaissant une croissance limitée et les actifs subissant le contexte macro-économique difficile auquel sont confrontés certains secteurs d'activité, pour lesquels les cessions ne sont pas faciles alors même qu'ils ont été payés sur la base de valorisations élevées. Cette différenciation par la perception de la qualité des actifs me paraît d'ailleurs aujourd'hui devenue plus pertinente que la segmentation « historique » par la taille des opérations (small, mid et large cap), qui me semble s'atténuer un peu par les parcours de croissance remarquables accomplis par

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	5 / 21	

certains groupes qui franchissent, d'une opération à l'autre, ces frontières un peu artificielles d'une segmentation du marché par la taille des opérations. Là où je vous rejoins sur les fondamentaux, c'est que l'industrie du private equity demeure en croissance car elle répond à un besoin économique. Néanmoins, c'est un marché où il y a des tendances lourdes, plus ou moins visibles, qui font que le marché se transforme.

**Xavier de Prévoisin, président du directoire, MBO+** : Nous sommes sur un créneau un peu différent, sur des fonds de taille plus importante que Turenne, et avons ressenti les choses de manière un peu différente de ce qu'a exposé **France Invest**. Les levées de fonds sont globalement sous très forte contrainte chez les institutionnels du fait d'un manque de liquidité sur leurs expositions historiques. Nous avons levé deux fonds cette année et avons observé une surpondération des family offices et des particuliers par rapport aux générations précédentes. En ce qui nous concerne, notre exposition au lower mid-cap, marché profond et toujours bien financé, nous a permis de matérialiser des sorties dans de bonnes conditions et de renvoyer un très bon niveau de liquidités à nos investisseurs. Nous sommes évidemment un petit acteur à l'échelle de notre industrie... et, dans les échanges que nous avons avec nos clients institutionnels, mutuelles, compagnies d'assurances, ils nous mentionnent des chiffres globaux de liquidité reçues en 2024 très inférieurs à ce qu'ils anticipaient, après une année 2023 également décevante. La capacité à lever des fonds demande donc, au-delà de la qualité de l'équipe et de ses performances, des ressources très importantes pour gérer les relations investisseurs, la compliance, le service clients, la communication... La promesse de performance reste évidemment centrale, mais les investisseurs demandent beaucoup plus, ils demandent de la visibilité et de la prévisibilité de performance, de la sécurité, du respect des normes réglementaires... Ils « achètent » autant cela que de la performance brute, je parle notamment des clients institutionnels qui veulent être sûrs de ne pas faire le mauvais choix d'équipe.

**« La classe d'actifs private equity continue incontestablement à attirer mais je me demande s'il n'y a pas, derrière ce constat général, une réalité plus contrastée d'une industrie qui se transforme. » Olivier Deren**

**Paul Hastings**

Le cabinet à Paris

- Création : 2004
- Nombre d'avocats : plus de 70 avocats, dont 19 associés.

- Réseau international : 23 bureaux répartis entre les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie.

### Principaux domaines d'activité

– Private equity




- Financement
- Fiscalité
- Structuration des fonds
- Restructuring
- Concurrence
- Contentieux des affaires
- Droit pénal des affaires, conformité, enquêtes internes et responsabilité sociétale des entreprises (ESG)

Avec quatre associés et une vingtaine de collaborateurs, l'équipe private equity du

bureau de Paris, animée par Olivier Deren, est un acteur incontournable des opérations de LBO et de growth capital mid, upper-mid et large cap. Elle conseille principalement des fonds d'investissement mais intervient également parfois comme conseil des équipes de management sur leurs opérations structurantes tant françaises que transnationales.

## Impact de l'évolution des taux

**Xavier de Prévoisin** : Je ne vois pas de changement spectaculaire lié à la légère baisse des taux anticipée. La pression à la liquidité reste considérable parce que l'année 2024 a été très mauvaise. Il y a eu beaucoup de mandats de vente qui n'ont pas abouti, notamment pour des raisons de valorisation et de current trading, et donc de promesses de liquidité des GPs qui n'ont pas été tenues. Mais il est probable que le cycle propre au private equity et l'effet millésime provoquent une baisse, temporaire, du niveau moyen de performance du private equity : en 2020/2021, l'industrie vendait dans d'excellentes conditions de marché des actifs acquis dans des millésimes 15/16/17/18, millésimes

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	7 / 21	

payés moins cher – alors qu’aujourd’hui les fonds doivent matérialiser des cessions, dans un environnement de marché difficile, sur des actifs investis dans les millésimes en 20/21/22, qui sont clairement des millésimes de haut de cycle. Cette pression sur la performance, ainsi qu’un le contexte macro-économique assez incertain, bloque un peu tout le système ; et comme souvent dans les retournements de cycle, tant que l’on n’a pas acté les changements de paradigme, l’allongement des périodes de détention et la baisse des valorisations et des performances, on est bloqué. Je ne suis donc pas très optimiste à court terme.

**Thomas Priolet, associé, DLA Piper** : Ce constat ne nous amène-t-il pas, justement, à être optimiste pour l’année 2025 ? Il y a eu beaucoup d’opérations qui ont démarré (ou non, d’ailleurs) puis ont été arrêtées (et cela dès la réception des NBO en fin de phase I, et non nécessairement en phase II, après due diligences plus poussées) et reportées à une date ultérieure, dans l’attente de temps meilleurs, voire ont fait l’objet de cessions dans le cadre de fonds de continuation ou d’opérations « alternatives ». La pression des LPs pour obtenir une liquidité mais également pour investir les levées des nouveaux millésimes, l’arrivée au pouvoir de Trump aux Etats-Unis et les investissements toujours croissants des fonds américains en Europe, notamment de nouveaux acteurs américains, peuvent représenter des opportunités pour le private equity français sur l’année 2025.


## Les investisseurs américains dans l’expectative ?

**Caroline Basdevant-Soulié, associée, Oyat Avocats** : On va peut-être devoir attendre six mois-un an avant que les fonds US décident de revenir sur le marché français. Pour l’instant, les deals avec ces derniers sont en stand-by en attendant de voir comment cela va se passer d’un point de vue politique.

**Thomas Priolet, associé, DLA Piper** : Nous n’avons pas nécessairement la même perception. Nous avons encore, en ce moment, un certain nombre d’opérations avec des clients fonds d’investissement américains qui continuent de regarder des dossiers en France, que ce soit pour des opérations « plateforme » ou des build-ups de sociétés du portefeuille, et la situation géopolitique n’a pas d’impact sur leur volonté d’avancer sur ces opérations et, espérons-le, de les mener à bout. Cela dépend peut-être de la typologie des fonds d’investissement américains, mais ils sont encore actifs, notamment dans le secteur de la tech.

**Marie Aubard** : Le contexte politique de la France n’est pas simple et a pu inquiéter juste avant les Jeux olympiques. Il serait bien d’arriver à une certaine stabilité car cette situation inquiète les investisseurs.

## L’enjeu des valorisations

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	8 / 21	

**Olivier Deren** : Si l'on regarde l'indice Argos, alors que les valorisations s'établissaient sur un multiple moyen d'Ebitda de 12,4 en 2020, on est sur un multiple de 9,5 en 2024. Ce qui est intéressant, c'est que le multiple est remonté au 3e trimestre 2024 et est repassé au-dessus de 10, à 10,3. Il est également à relever que 6 % des transactions réalisées l'ont été sur la base de valorisations reflétant un multiple d'Ebitda supérieur à 20. Cela rejoint ce que nous disions il y a quelques instants, à savoir qu'il est de plus en plus difficile d'avoir une appréciation globale du marché. Il y a des tendances lourdes, mais il est très difficile d'avoir une vision globale sans affiner par segment et par industrie. C'est ainsi assez étonnant de voir ce qui s'est passé au cours des derniers mois sur le secteur des activités régulées (laboratoires, secteur de la radiologie, vétérinaires, maintenant secteur de l'expertise comptable). Pourquoi cet engouement des investisseurs ? Ce sont les enjeux de compétitivité auxquels font face les acteurs de ces secteurs qui permettent aux investisseurs d'envisager la création de valeur par la consolidation. A l'inverse, nous constatons que des secteurs qui étaient très dynamiques au cours des dernières années (biotechs par exemple) le sont moins actuellement en raison de choix stratégiques faits par leurs grands acteurs stratégiques.

**Alexis Dupont** : Sur la valorisation, il y a plutôt une polarisation qui se réduit, avec un recentrage allié à la remontée des volumes, ce qui est plutôt positif. La lecture que l'on aurait pu avoir a priori était que le marché continuait à se polariser avec des deals qui ne se faisaient plus et des investissements en augmentation sur les « bons » actifs ; ce n'est pas exact. En revanche, concernant la tech, qui souffre beaucoup, il faut aussi parler des VC car les levées VC restent faibles et cela est un peu inquiétant pour la suite, quand on connaît les enjeux pour l'Europe du financement de l'innovation. C'est clairement la partie du marché qui suscite le plus d'attention aujourd'hui.

**« Les critères ESG ne sont plus des clauses de style : ils façonnent les pactes d'actionnaires, imposent des obligations de gouvernance et renforcent l'implication des salariés. » Caroline Basdevant-Soulié**






### **Oyat Avocats**

- Création : 2022
- Nombre d'avocats : 30 dont 7 associés et 6 counsels
- Réseau international : réseau international composé de « best friends » de l'IBA

#### **Les domaines d'activité :**

- Accompagnement des dirigeants
- Construction publique et privée
- Contrats commerciaux et partenariats
- Contrats et commande publique
- Corporate - M&A
- Digital, informatique, Internet et innovations
- Données publiques et personnelles - cybersécurité
- Droit du travail et de la protection sociale
- Energies
- Environnement et développement durable
- Mobilités - transports
- Mobilité internationale
- Opérations immobilières
- Private equity
- Propriété intellectuelle - médias

**Ordonnance sur les FIA, loi attractivité, directive AIFM...**


	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	10 / 21	

**Alexis Dupont** : Beaucoup d'évolutions se dessinent sur le plan réglementaire. On peut citer l'ordonnance de juillet 2024 portant modernisation du régime des fonds d'investissement alternatifs (FIA), qui apporte des changements en droit français pour optimiser la structuration des fonds et renforcer la compétitivité du marché national avec de nouveaux outils en particulier pour le private equity, comme la possibilité pour les fonds professionnels d'émettre des obligations et la création d'une société de libre partenariat (SLP) sans personnalité juridique. La loi Attractivité de l'été 2024 marque également des avancées, notamment pour les fonds crossover ou l'extension de la période de blocage des fonds communs de placement à risque (FCPR) fermés, permettant de prendre en charge des investissements avec des cycles d'investissement plus long... Ces ajustements alignent la France sur le Luxembourg en termes de véhicules d'investissement disponibles pour les investisseurs internationaux. Pour 2025, des modifications profondes de l'environnement réglementaire sont en cours de réflexion, notamment dans le cadre de la transposition à venir de la révision de la directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers). L'évolution des règles en matière de gestion de la liquidité et le cadre pour les activités d'octroi de prêts sont notamment suivis de très près par nos équipes. Par ailleurs, des enjeux majeurs se posent aussi en matière de fiscalité, aussi bien pour assurer la compétitivité de la place financière parisienne avec notamment Pilier II que pour renforcer le financement de l'innovation, des sujets sur lesquels nous sommes très mobilisés.

**Thomas Priolet** : En ce qui concerne les opérations de private equity en elles-mêmes, les nouvelles exigences réglementaires nous poussent toujours à davantage d'analyse des modalités de l'opération et de détails dans la documentation contractuelle. Cela étant, nous avons toujours les mêmes contraintes principales : le contrôle des concentrations, le contrôle des investissements étrangers, les contraintes RSE, etc., et je ne suis pas certain que cela change fondamentalement l'appréhension d'une opération. En revanche, lorsque l'on parle d'opérations dans des secteurs réglementés, il y a là un réel impact sur les modalités de l'opération. La réglementation évolue en permanence, par exemple dans le domaine de la radiologie ou des vétérinaires, sous la pression notamment des ordres, avec les évolutions jurisprudentielles qui s'ensuivent. Nous sommes d'ailleurs dans ce domaine plutôt dans un mouvement de déconsolidation que de consolidation.

## L'impact croissant des critères ESG

**Marie Aubard** : Sur les aspects de réglementation, il y a évidemment l'impact des normes ESG. Du point de vue transactionnel, nous le voyons surtout dans les pactes. Maintenant, les sociétés de gestion demandent des clauses très précises qui ne sont plus des clauses de style. Elles ont de vrais impacts sur la vie d'un deal, que ce soit en termes de reporting ou de rémunération des dirigeants. Les critères ESG sont, par exemple, pris maintenant en compte pour la partie variable de la rémunération d'un dirigeant. J'ai vu

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	11 / 21	

aussi récemment les plans d'intéressement des dirigeants, qui prenaient en compte la performance ESG.


**Caroline Basdevant-Soulié** : Effectivement, les critères ESG sont intégrés non seulement dans les management packages mais également dans les pactes d'actionnaires. Les clauses ne sont plus des clauses de style. Nous voyons, dans les pactes, des clauses où le président a l'obligation de mener des entretiens annuels avec les salariés qui ont plus d'un an de présence au sein de l'entreprise et de communiquer par écrit un reporting sur ces entretiens au comité de surveillance, ou d'« incentiver » ces salariés qui sont depuis quelques années dans l'entreprise. On est par ailleurs en présence d'un certain nombre de contraintes de plus en plus précises, depuis plus d'un an, pour respecter la réglementation CSRD. Il y a un certain nombre de reportings qui doivent être faits, pas uniquement sur la partie sociale mais aussi sur la partie gouvernance. Nous voyons également que les audits sont davantage détaillés. Prenons l'exemple de la gouvernance, nous examinerons la présence d'un comité d'audit de rémunération, la structure de la gouvernance, ainsi que l'implication des salariés dans celle-ci. Les temps changent, apportant de nouvelles tendances.

**Christophe Deldycke** : Cela n'est pas près de s'arrêter. En effet, dès le début des discussions avec les dirigeants, dans le cadre des nouvelles opérations, au-delà de la performance financière, on est jugé sur la performance extra-financière. Cela implique que dès que l'on échange avec les équipes de management en place, on définit des objectifs extra-financiers qui peuvent être audités avant, matérialisés dans le pacte et audités à la sortie. C'est une tendance lourde qui va s'accélérer fortement, à n'en pas douter, dans les années à venir.

**Caroline Basdevant-Soulié** : Nous observons une augmentation des business plans axés sur l'« impact ». J'ai assisté à une conférence avec des cabinets canadiens et ces derniers indiquaient que les sociétés avaient de meilleurs résultats à la sortie lorsqu'elles intégraient des critères ESG. Après, il faut les mesurer et c'est toute la problématique de sortie.

**Xavier de Prévoisin** : Oui c'est effectivement le cas, au-delà des convictions personnelles, l'ESG est un fort levier de création de valeur. Si on prend un business mal structuré ou mal présenté, mal préparé sur ces sujets-là et que vous mettez en place un plan d'action ESG ambitieux et transformant, indépendamment de tout le reste, on améliore la désirabilité et donc on crée de la valeur. C'est évident et cela va au-delà de la réglementation.

**Alexis Dupont** : Effectivement, sur le plan des deals, on voit parfois des décotes liées au carbone.

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	12 / 21	

**Xavier de Prévoisin** : Sur nos sorties, nous avons eu un cas où nous avons une équipe de management « best in class » sur ces sujets-là. Entre l'entrée et la sortie, nous avons eu beaucoup d'appétit et avons fait une très belle sortie. Je suis convaincu que le principal driver de l'attractivité lié au processus de vente était lié au positionnement ESG : un plan d'actions, des KPI, un plan de suivi. Le tout se répercute sur la gouvernance et la performance financière et cela crée de la valeur et de l'attractivité.

**Caroline Basdevant-Soulié** : C'est effectivement nouveau.

**Xavier de Prévoisin** : A l'inverse, je pense que dans les portefeuilles des fonds, il peut y avoir des actifs qui sont devenus invendables à cause de leur empreinte ESG négative. Si vous vous êtes trompés d'analyse au moment de l'investissement sur les aspects ESG, vous êtes à risque car pouvez être en présence d'actifs devenus totalement illiquides. Cela fait partie des sujets sur lesquels les sociétés de gestion doivent investir massivement. Il faut être excellent à la fois sur l'analyse ESG initiale, lors de la décision d'investissement, et dans la capacité à accompagner et transformer les participations. Cela requiert des équipes spécialisées et dédiées, il faut donc s'équiper et se structurer.

**Olivier Deren** : Cela peut expliquer que le marché ait été assez actif en termes de rapprochements.

**Caroline Basdevant-Soulié** : **France Invest** a un important rôle à jouer en la matière, en termes de formation notamment.

«Aujourd'hui, les mouvements de fonds s'accélèrent, favorisant la plateformisation.»




**Alexis Dupont**

**France Invest**

## Les fonds de continuation plébiscités

**Marie Aubard** : On voit énormément de fonds de continuation. Ces derniers sont présents dans un deal sur deux cette année de mon côté. Impliquer un fonds de continuation rejoint tout ce que l'on a dit depuis le début, sur les problématiques liées au débouclage des sorties. Il y a aussi certains fonds qui ne veulent pas vendre ce qu'ils considèrent comme les « joyaux de la couronne ». Ceux-ci sont persuadés qu'ils peuvent encore accroître leur valeur. On voit donc des fonds de continuation qui sont multi-assets et qui essaient de mixer ces actifs qu'ils ont du mal à vendre avec ceux qui sont plus performants. Mettre en place des fonds de continuation est une évolution et une

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	13 / 21	

tendance marquée du marché en 2024.

Alexis Dupont : Cela reste une classe d'actifs de taille modeste, bien qu'en forte croissance : + 73 % au premier semestre de l'année dernière, pour un total de 70 milliards au niveau mondial. Cette dynamique accompagne un marché qui devient plus liquide, trouvant un équilibre entre liquidité et investissement à long terme. Ce qui me semble important de souligner, c'est que, sur le marché français, nous observons une organisation assez saine, notamment parce que la profession a un règlement de déontologie qui encadre beaucoup de choses. Le sentiment général est que ce segment va continuer à se développer, notamment parce que LPs professionnels et GPs semblent y trouver leur compte. Bien sûr, certains LPs ont eu parfois le sentiment que le processus était trop rapide, ou se sentent contraints de prendre des décisions, craignant de manquer des opportunités. Il faut l'entendre. Cependant, dans l'ensemble, le fonctionnement devient de plus en plus fluide, grâce à un niveau croissant de sophistication et de structuration.

## Y a-t-il des secteurs plus particulièrement concernés ?

**Xavier de Prévoisin** : Il n'y a pas de secteurs particulièrement concernés par les fonds de continuation. Ces derniers existent depuis toujours, mais ils ont changé de nature ces dernières années. Historiquement, ils touchaient essentiellement des participations illiquides de « fonds de portefeuille », cédés avec forte décote pour générer de la liquidité. Aujourd'hui, c'est une nouvelle option de sortie pour des actifs de très haute qualité. Nous avons levé un fonds de continuation en 2024. Je suis convaincu qu'il s'agit d'un excellent outil, mais à manier avec beaucoup de précaution, de rigueur et de professionnalisme pour gérer au mieux les conflits d'intérêts inhérents à ce type de véhicule. Ces fonds confèrent une liquidité au bénéfice des investisseurs du fonds vendeur et en même temps une option de réinvestissement dans le prochain cycle pour les investisseurs qui le souhaitent – mais le sujet de crispation possible tourne évidemment autour de la fixation du prix de transfert. Le point de départ indispensable, la clé de voûte, c'est qu'il y ait une bonne histoire, une justification forte, solide à ce fonds de continuation qui ne doit en aucun cas être un moyen de pallier un échec de liquidité en M&A, ou un moyen de « sortir » à prix décoté un actif de qualité. Il faut donc bien expliquer pourquoi on y a recours, typiquement : « On a un super-actif, il a besoin de lever du capital pour poursuivre son développement, le management souhaite continuer l'aventure avec le GP mais le fonds vendeur est fermé... » Le deuxième impératif est la mise en place d'un processus ouvert, hyper-professionnel et hyper-transparent, démontrant la recherche d'un prix d'équilibre. Il faut donc être très préparé, bien gérer tous les intervenants, prévenir en amont les LPs du fonds vendeur et leur

expliquer les raisons de ce choix de processus, les informer à chaque étape. Il faut faire de même avec les managers des entreprises, pour lesquels vous déclenchez potentiellement une liquidité. Avec une justification solide, un processus bien mené, générant une valorisation pleine et équilibrée, c'est un outil fantastique ; mais il peut s'avérer très dangereux si ce n'est pas le cas. Beaucoup de capitaux ont été levés par des fonds secondaires pour ce type d'opérations, c'est effectivement « à la mode », et 2024 a été l'année des fonds de continuation, avec un niveau record de projets présentés sur le marché. Mais parfois avec des sujets mal bordés, sans forcément la bonne histoire et le bon process... Les GPs ont alors pu être confrontés à une absence d'offre ou à des offres avec forte décote au regard des valorisations attendues ; et donc in fine des opérations qui n'ont pas abouti et une crispation des investisseurs historiques.

## **« On a clairement vu que la mise en place des fonds de continuation est une évolution et une tendance marquée du marché en 2024. » Marie Aubard**



### **Willkie Farr & Gallagher LLP**

Le cabinet à Paris

- Création : 1921
- Nombre d'avocats : + 100 avocats, dont 25 associés et 9 counsels
- Réseau International : 15 bureaux répartis entre les Etats-Unis et l'Europe dans les places fortes du marché mondial.

### **Les Domaines d'activité clés**

- Corporate M&A
- Private equity
- Structuration de fonds
- Droit de la concurrence
- Droit bancaire et financier
- Droit public
- Financement d'acquisitions et de projets

<b>Option Finance</b>	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	15 / 21	

- Contentieux et arbitrage international
- Restructuring
- Droit fiscal
- Shipping finance


## Et une appétence pour des véhicules de co-investissement

**Olivier Deren** : Nous avons également constaté ces derniers mois la multiplication de véhicules de co-investissement dédiés et levés spécifiquement pour un actif. C'est le cas quand l'actif est de grande qualité. Ainsi, lorsque le fonds est un peu « juste » par rapport à la taille du montant à investir, il va faire une offre dans un process en anticipant qu'il va lever un véhicule de co-investissement auprès de certains de ses LPs. Cette approche a beaucoup d'avantages pour le GP car elle lui permet notamment de démultiplier sa capacité d'investissement tout en ayant une approche commerciale dynamique vis-à-vis de ses clients LPs.

**Christophe Deldycke** : C'est une demande que l'on a de plus en plus de nos clients, qui ont une appétence à faire du co-investissement sur des opérations que nous allons « leader » nous-mêmes. Cela montre la professionnalisation de nos clients sur notre classe d'actifs. Aujourd'hui, ils savent que nous savons sourcer des opportunités, que nous pouvons les accompagner en créant de la valeur, en ayant un impact sur la croissance d'Ebitda. Ils ont donc intérêt à mettre un peu plus que l'engagement qu'il y a dans le fonds pour accompagner les belles histoires.

## Le marché tricolore, nouveau terrain pour les assurances W&I

**Olivier Deren** : Je constate le retour de l'importance accordée aux due diligences. Dans les années post-Covid, ces dernières étaient souvent rapides, les process de cession se déroulant sur des périodes très courtes avec des approches bien souvent de type préemptif. Aujourd'hui, les due diligences sont plus approfondies et se sont diversifiées avec notamment les due diligences ESG. Cette évolution est à mettre en regard du développement significatif sur le marché français des polices d'assurance W&I (polices

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	16 / 21	

d'assurance garanties de passif) qui étaient plutôt par le passé l'apanage des investisseurs anglo-saxons. Est-ce que l'industrie a le recul sur l'efficacité de ces polices d'assurance en cas de mise en jeu des garanties consenties par les cédants ? Pas encore véritablement mais les courtiers nous disent que leur mise en œuvre est efficace.

**Thomas Priolet** : Les polices d'assurance W&I sont effectivement devenues très courantes, avec un nombre très important d'assureurs sur le marché. Les clients ne regardent plus uniquement le prix et la couverture (et donc les exclusions qui vont avec) de la police, mais vont également demander au courtier de leur fournir des informations précises sur le processus de réclamation et le taux de recovery de chaque assureur. C'est un sujet très important désormais, que l'on croise sur tous les dossiers avec une assurance W&I. C'est souvent une des premières questions des clients qui constatent qu'il y a de nombreux acteurs (et certes, des prix plus compétitifs que par le passé), et qui se demandent ainsi quelle chance/certitude ils ont de pouvoir effectivement être indemnisés par l'assureur le moment venu. D'ailleurs, les courtiers obtiennent et mettent en avant ces informations dès les NBI désormais.

**Caroline Basdevant-Soulié** : De nombreux assureurs sur le marché adoptent une stratégie de prix très agressive. Il faut donc être extrêmement vigilant lorsque l'on souscrit une assurance W&I afin d'éviter que plusieurs assureurs assurent la réclamation (« claim »), ce qui pourrait compliquer le processus d'indemnisation. Nous avons déjà observé cette situation dans le secteur mid-cap et cette tendance se manifeste maintenant dans le secteur du small cap.

**Xavier de Prévoisin** : Effectivement, cela fait 25 ans que je fais ce métier, et après avoir souvent exploré cette option sans succès (trop compliqué, trop cher...), nous avons cette année mis en place des assurances GAP sur trois sorties sur quatre !

**Olivier Deren** : Aux Etats-Unis, c'est une pratique tout à fait usuelle. 80 % environ des deals private equity aux Etats-Unis se font avec une W&I.


«L'ensemble des acteurs du capital-investissement n'accompagnent que 8300 entreprises en France sur un potentiel de 100 000.»



**Christophe Deldycke**

Turenne Groupe



	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	17 / 21	

## Pourquoi cette évolution ?

**Xavier de Prévoisin** : Il y a un écosystème. De nouveaux assureurs sont arrivés...

**Caroline Basdevant-Soulié** : Ceux-ci sont moins chers qu'avant et ils sont très réactifs.

**Olivier Deren** : Les assureurs sont en outre très équipés, avec en leur sein beaucoup d'anciens avocats spécialisés dans le domaine transactionnel qui connaissent parfaitement l'industrie du private equity et la structuration des opérations de capital-investissement.

**Caroline Basdevant-Soulié** : J'ai d'ailleurs constaté que pour des sujets compliqués à assurer tels que le fiscal ou l'environnement, là aussi il y a des polices d'assurance disponibles.

**Marie Aubard** : Il faudrait avoir du recul pour évaluer ce qui va être effectivement couvert par l'assurance si un risque se réalise en pratique. Par ailleurs, tout l'intérêt de la mise en place d'une assurance dans nos deals est de pallier le fait que les vendeurs ne veulent pas s'exposer et donner de garanties business. Mais l'assureur garde toujours la possibilité d'agir contre les vendeurs en cas de dol. C'est également un élément pour lequel on aimerait avoir plus de recul sur son application pratique. C'est assez anxiogène quand on est du côté vendeur et management. Par ailleurs, on présente souvent le recours à l'assurance comme un processus très rapide, mais dans les faits le travail sur les déclarations, les garanties et les disclosures est tout aussi chronophage. Tout ceci ne facilite pas la signature d'un deal même si les assureurs font tout ce qu'ils peuvent pour que cela aille très vite.

## Allongement des délais de réalisation des deals

**Thomas Priolet** : Cela dépend du type d'actif et de son attractivité sur le marché. S'il s'agit d'un actif « star », cela peut prendre quelques jours. S'il s'agit d'un actif qui ne sort pas réellement du lot, cela peut prendre de six mois à un an. Cela étant, de manière générale, les délais de réalisation d'une opération se sont allongés, du fait d'un retour à l'importance des due diligences préalablement à la réalisation d'une opération.

**Olivier Deren** : Je vois aussi une autre évolution récente à relever concernant le timing de réalisation des opérations, c'est l'impact de la réglementation sur les investissements étrangers (FDI). Même sur des opérations mid ou upper mid-market, il peut y avoir des négociations à mener avec les autorités sur les engagements qui seront demandés aux investisseurs. Ce qui est particulier, c'est que même si ces réglementations FDI sur les investissements étrangers tendent à s'harmoniser au niveau européen, elles demeurent nationales à ce stade. Ainsi, un fonds français structurant une opération sur un groupe

implanté dans plusieurs pays va devoir vérifier les réglementations locales dans chacun des pays où le groupe est présent pour s'assurer qu'il ne doit pas procéder à une demande d'autorisation au titre de la réglementation sur les investissements étrangers applicable dans chacun de ces pays.

Les contraintes résultant de ces demandes d'autorisation sont, en outre, sans impact sur la rédaction des documents contractuels, en particulier la rédaction des clauses dites de « hell or high water clauses », qui visent à protéger les cédants des risques liés aux engagements pouvant être demandés à l'acquéreur par les autorités comme conditions à leurs autorisations. Ces clauses, qui couvraient traditionnellement les procédures de notification aux autorités de la concurrence, sont maintenant étendues aux demandes d'autorisations en matière de réglementation sur les investissements étrangers.

**Alexis Dupont** : Au-delà de ce sujet, on voit aussi, pour les gros deals, les sujets de la concurrence et des foreign subsidies au niveau européen qui compliquent les choses.

«Il y a beaucoup de capitaux disponibles sur le marché, certains fonds ont réalisé d'excellentes levées, un nombre important de sorties restent à réaliser – beaucoup de facteurs semblent converger sur une belle année 2025.»




**Thomas Priolet**

DLA Piper

## Est-ce que cela se complique plus avec certains pays ?

**Olivier Deren** : Pas vraiment. Même si les réglementations ne sont pas uniformes entre pays, elles sont globalement toutes dans le même esprit en Europe. Ceci dit, il y a une sensibilité plus ou moins forte des autorités sur la typologie des engagements pouvant être exigés des investisseurs. A cet égard, les engagements parfois demandés à des investisseurs étrangers aux Etats-Unis au titre de la réglementation américaine CIFIUS peuvent conduire à penser que la situation pourrait évoluer vers un certain durcissement en Europe dans les années à venir.

**Thomas Priolet** : Les engagements sont, il me semble, toujours aussi lourds, dès lors que

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	19 / 21	

l'actif concerné est de près ou de loin considéré comme « stratégique ». Nous avons eu plusieurs dossiers avec des investisseurs américains dans lesquels nous avons dû prendre des engagements de conserver l'actif en France, de conserver la propriété intellectuelle en France, etc. Cela fait désormais partie du paysage réglementaire d'une opération, et je n'ai pas le sentiment que cela ait particulièrement évolué, il nous faut encore et toujours avoir une analyse fine de ces sujets.


**Olivier Deren** : Oui mais le droit de la concurrence est public et il y a une jurisprudence de la Cour ou de la Commission qui s'est constituée, alors que la grille d'analyse des autorités publiques sur les investissements étrangers est confidentielle.

**Thomas Priolet** : Tout à fait, cela étant, lorsque l'on voit par exemple que les autorités de la concurrence peuvent désormais se saisir de toute opération pour laquelle elles considèrent qu'il y a risque concurrentiel, même en deçà des seuils prévus par les textes, l'incertitude n'est pas cantonnée à la réglementation sur les investissements étrangers.

## La plateforme des métiers s'accélère

**Xavier de Prévoisin** : Cela fait 20 ans que l'on en parle mais je pense que la tendance va s'accélérer, c'est inéluctable. Nous évoluons dans un environnement de plus en plus complexe et incertain. Au-delà de la performance brute des fonds et de la capacité à attirer et retenir des talents, le « droit pour agir » dans cette industrie est de plus en plus important : sur le réglementaire, l'ESG, les relations investisseurs, le middle-office et le service client, l'IT, les operating partners, etc. Bref, les GPs ont besoin d'investir et de se structurer toujours plus, ce qui nécessite des moyens donc des capitaux sous gestion plus importants. Il y a plein de bonnes équipes mais les levées de fonds sont très dures, et cela devrait logiquement provoquer des rapprochements.

**Christophe Deldycke** : Je suis plutôt optimiste sur 2025. C'est l'année des M&A. Globalement, nous avons été nombreux à lever de l'argent et on a une pression de nos clients pour déployer les capitaux engagés. On a parallèlement pas mal de confrères qui n'ont pas vendu ce qu'ils devaient vendre parce qu'ils n'ont pas obtenu de valorisation à la hauteur de leur espérance. Il va donc y avoir un ajustement avec une pression à la liquidité et un ajustement sur les valorisations. 2025 devrait être l'année où il y aura des acheteurs et des vendeurs contraints. Il y a donc besoin d'un acteur sur le marché qui va aller rapprocher les deux points de vue, les M&A. Chez Turenne Groupe, nous avons levé près de 500 millions d'euros dans nos véhicules d'investissement sur l'année 2024 et nous avons donc beaucoup de capitaux à déployer sur 2025 : l'environnement small cap reste très compétitif, les beaux actifs partent très vite et il y a davantage d'actifs à céder. Nous sommes toujours très nombreux à nous battre sur les beaux actifs. Donc, pour moi cela devrait être une bonne année pour le capital-investissement et pour le M&A. Parallèlement, les taux d'intérêt vont plutôt dans le bon sens. Les banquiers continuent à

	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	20 / 21	

prêter malgré des provisions plus importantes dans leur bilan. Je suis donc optimiste.

**Alexis Dupont** : Pour rebondir sur ce que disait Xavier de Prévoisin, on évoquait déjà la consolidation en 1994. Cela ne s'est pas produit au rythme attendu, car les équipes parvenaient alors à fonctionner. Aujourd'hui, les mouvements de fonds s'accroissent, favorisant la plateformisation. Ce sont les barrières réglementaires qui se renforcent, exigeant des équipes consolidées pour gérer des enjeux comme le climat, l'ESG et l'accompagnement des portefeuilles. La levée de fonds constitue également un facteur clé. Je pense qu'il restera toujours de la place pour des acteurs spécialisés et de petite taille, mais pour lever des fonds à l'international, il faut des équipes robustes et une marque forte. La « retailisation » joue aussi un rôle important, valorisant davantage les marques par rapport aux structures plus petites, notamment face aux coûts liés aux fonds evergreen. Tout cela contribue à cette évolution.

**Olivier Deren** : La vraie question n'est-elle pas de savoir si le private equity ne serait pas en train de devenir une simple classe d'actifs de l'industrie de l'asset management, avec les logiques sous-jacentes de cette industrie ? Cela constituerait une évolution structurelle et changerait un peu le métier. Historiquement, le private equity, c'était d'abord la rencontre entre un investisseur et un dirigeant actionnaire pour développer un projet. Il y avait une logique de partenariat. Aujourd'hui, il y a des arbitrages différents qui peuvent être pris à la lumière de la plateformisation des acteurs, de la gestion globale des portefeuilles et des modalités de rémunération des équipes des GPs.

**Xavier de Prévoisin** : A la question de savoir si le private equity est une classe d'actifs importante et durable pour l'asset management, je réponds oui. Mais je ne pense pas que les fondamentaux de notre métier aient changé : la relation, le pacte stratégique entre l'investisseur et le dirigeant, reste la clé de voûte de notre métier, qui est toujours d'allouer le capital qui nous a été confié aux meilleurs dirigeants et aux meilleurs projets. Ce qui a changé, c'est tout ce qui est autour, c'est le besoin que nous avons de professionnaliser toute la chaîne : la levée de fonds, le middle-office, la relation clients, la compliance, l'IT avec Dora. C'est la professionnalisation qui pousse à la consolidation mais le cœur du métier n'a pas changé. Nous sommes une industrie très jeune, dans une phase de professionnalisation et de consolidation, c'est indispensable pour investir dans nos structures et tenir une performance élevée durablement.

**Alexis Dupont** : Pour les géants mondiaux américains, qui ne considèrent pas de tickets inférieurs à 100 millions de dollars, cela devient un métier différent, où la dimension relationnelle humaine change nécessairement. Ce n'est toutefois pas le cas sur le marché français.

«...au-delà des convictions personnelles, l'ESG est

<b>Option Finance</b>	Pg Journal	Pg Dossier	<b>Vendredi 24 Janvier 2025</b>
	1	21 / 21	

un fort levier de valeur.»



**Xavier de Prévoisin**

MBO +

## Les perspectives 2025

Thomas Priolet : Je suis plutôt optimiste. Il y a aujourd'hui beaucoup de capitaux disponibles sur le marché, certains fonds d'investissement ont réalisé d'excellentes levées de fonds. Un nombre très important de sorties potentielles restent à réaliser car mises en attente ou reportées à des dates ultérieures. Il y a beaucoup de facteurs qui semblent converger sur une belle année 2025. La consolidation attendue du secteur du private equity peut également permettre de favoriser cet effet rebond. Par ailleurs, il y a de plus en plus de fonds sectoriels, comme l'hydrogène, les semi-conducteurs, la santé, etc., qui vont avoir besoin de déployer leurs capitaux sur 2025 et les années à venir. Nous avons un écosystème du private equity très diversifié et je pense que les secteurs réglementés, la santé et la tech vont continuer de booster l'activité. Il y a également pas mal d'opérations primaires qui arrivent sur le marché dans l'industrie.

Caroline Basdevant-Soulié : La transition écologique est également un secteur à regarder. Beaucoup de fonds d'investissement ou family offices souhaitent y investir.

Thomas Priolet : Tout à fait, cela peut cependant être à double tranchant avec ce qui se passe aujourd'hui sur l'hydrogène par exemple. Ce sont des sujets qui vont être analysés avec plus de prudence.

Christophe Deldycke : Un chantier qui reste ouvert chez les GPs est celui du partage de la valeur. Il va falloir se pencher sur le partage de la plus-value qui favorise une implication plus forte des salariés. Il faut convaincre les GPs, mais aussi les dirigeants de nos participations. On a encore beaucoup de pédagogie nécessaire pour faire bouger les dirigeants afin qu'ils acceptent de partager la valeur avec leurs salariés. Nous sommes aussi attendus de notre côté là-dessus.