Proskauer

Fonds de continuation : un outil de gestion mature, à l'épreuve de la croissance

July 3, 2026

Avec 47 milliards de dollars d'opérations GP-led réalisées au premier semestre 2025, les fonds de continuation ne constituent plus une niche du private equity. Ils sont devenus l'un des principaux moteurs du marché secondaire mondial. Leur essor répond à une logique économique simple : prolonger la détention d'actifs dont le potentiel de création de valeur n'est pas épuisé tout en offrant une option de liquidité aux investisseurs qui souhaitent sortir.

Un récent contentieux devant la Court of Chancery du Delaware a toutefois rappelé que la croissance rapide d'un marché s'accompagne nécessairement d'exigences accrues en matière de gouvernance. Cette affaire invite les acteurs à perfectionner leurs pratiques sans remettre en cause la pertinence du mécanisme lui-même.

Une réponse pragmatique à un besoin de marché

Le succès des fonds de continuation repose d'abord sur leur capacité à résoudre une situation fréquemment rencontrée dans le non coté : le décalage entre la durée de vie d'un fonds et celle de la création de valeur d'un actif.

Les situations sont nombreuses. Un fonds approche de son terme alors qu'une société en portefeuille entre dans une phase décisive de développement. Un actif nécessite un investissement complémentaire important avant de pouvoir atteindre sa pleine valeur. Dans d'autres cas, les conditions de marché ne permettent pas une cession dans des conditions jugées satisfaisantes. Il arrive enfin qu'un gérant estime simplement que le meilleur de l'histoire reste à écrire et souhaite poursuivre l'accompagnement d'une équipe dirigeante qu'il connaît depuis plusieurs années.

Le fonds de continuation apporte une solution élégante à cette équation. L'actif est transféré dans un nouveau véhicule dédié. Les investisseurs historiques peuvent alors choisir entre une sortie à un prix de marché ou la poursuite de leur investissement dans le nouveau fonds. Les nouveaux investisseurs, généralement des acteurs spécialisés du marché secondaire, accèdent quant à eux à un actif qu'ils ont pu analyser en profondeur et dont les performances sont largement documentées.

Le contexte actuel renforce encore l'intérêt de ce mécanisme. Les introductions en bourse demeurent peu nombreuses, les cessions industrielles restent sélectives et de nombreux investisseurs institutionnels attendent depuis plusieurs années des distributions significatives. Dans ce contexte, la possibilité d'obtenir une liquidité partielle ou totale constitue un avantage tangible.

Les chiffres illustrent cette dynamique. Selon Jefferies, le marché secondaire mondial a atteint 103 milliards de dollars au premier semestre 2025, en hausse de 51 % sur un an. Les opérations GP-led ont représenté 47 milliards de dollars sur la même période, soit une progression de 68 %. Le marché pourrait dépasser 210 milliards de dollars sur l'ensemble de l'année.

Un outil adopté par les investisseurs les plus sophistiqués

Présenter les fonds de continuation comme un instrument conçu exclusivement au bénéfice des gérants ne correspond plus à la réalité du marché.

Les grands fonds de pension, compagnies d'assurance et fonds souverains ont accumulé au fil des années des portefeuilles importants de participations dans des fonds matures. Tous ne souhaitent pas nécessairement prolonger leur exposition à chaque actif. La possibilité de sortir à une valorisation de marché constitue donc une option précieuse.

De leur côté, les investisseurs secondaires spécialisés disposent aujourd'hui d'équipes dédiées capables de conduire des analyses financières, opérationnelles et sectorielles particulièrement approfondies. Leur participation apporte un regard indépendant sur les conditions économiques de la transaction.

L'encadrement du marché s'est également renforcé. Les recommandations publiées par l'Institutional Limited Partners Association (ILPA) ont largement contribué à structurer les pratiques de place en matière de conflits d'intérêts, de transparence et de processus décisionnels.

Le contentieux du Delaware : un rappel utile

C'est à la lumière de cette évolution qu'il convient d'apprécier le contentieux qui a attiré l'attention du marché fin 2025.

L'affaire concernait une opération de continuation portant sur un actif unique. Un investisseur a contesté les modalités du processus et obtenu une injonction retardant temporairement la réalisation de la transaction dans l'attente de l'issue d'une procédure arbitrale prévue par les documents constitutifs du fonds.

Il serait difficile d'en tirer une conclusion générale sur les fonds de continuation. L'immense majorité des opérations GP-led se réalise sans contentieux et avec l'accord des investisseurs concernés.

L'intérêt de cette affaire réside ailleurs. Elle met en évidence les attentes désormais très élevées des investisseurs en matière de gouvernance. Les critiques formulées ne portaient pas principalement sur le principe de la transaction mais sur son déroulement : calendrier de consultation jugé trop contraint, informations prétendument divergentes selon les destinataires ou encore interrogation sur certains aspects du processus de décision.

Ces questions ne sont pas accessoires. Dans les transactions les plus disputées du marché, le débat porte rarement uniquement sur le prix. Il concerne tout autant la qualité de l'information mise à disposition des investisseurs appelés à prendre une décision.

La qualité du processus devient un enjeu central

Le développement rapide des opérations GP-led s'accompagne mécaniquement d'une attention accrue portée aux procédures.

Plusieurs principes apparaissent aujourd'hui essentiels : laisser aux membres du LPAC un délai suffisant pour analyser l'opération ; assurer une parfaite cohérence entre les informations communiquées aux investisseurs historiques et celles transmises aux investisseurs entrants ; limiter autant que possible l'écart entre la date de valorisation retenue et la réalisation effective de la transaction ; et fournir une transparence complète sur les conditions économiques du nouveau véhicule, notamment en matière de frais et de carried interest.

Ces exigences ne constituent pas une révolution. Elles correspondent aux standards qu'appliquent déjà la plupart des acteurs les plus expérimentés. Mais à mesure que les volumes augmentent et que les opérations gagnent en complexité, la discipline du processus devient un facteur déterminant de confiance.

Les investisseurs ne demandent plus seulement une fenêtre de liquidité. Ils veulent comprendre précisément les hypothèses de valorisation retenues, les perspectives de création de valeur et la manière dont les intérêts des différentes parties prenantes sont alignés.

Une surveillance réglementaire appelée à se renforcer

La Securities and Exchange Commission a d'ailleurs identifié les opérations GP-led comme un sujet de supervision prioritaire dans le cadre du devoir fiduciaire imposé aux conseillers en investissement.

Cette attention est naturelle. Les fonds de continuation concentrent plusieurs enjeux sensibles : conflits d'intérêts potentiels, asymétrie d'information et processus de valorisation. Les acteurs qui documentent rigoureusement leurs décisions, s'appuient sur des évaluations indépendantes et démontrent la transparence de leurs démarches sont les mieux armés pour répondre à cet examen.

L'Europe suit une trajectoire comparable. Les exigences de transparence et de gestion des conflits d'intérêts issues du cadre AIFMD et des évolutions récentes du régime ELTIF participent à la même logique : accompagner la croissance du marché tout en renforçant la protection des investisseurs.

Un marché entré dans l'âge adulte

Le développement des fonds de continuation constitue l'un des signes les plus visibles de la maturation du capital-investissement. Ces opérations répondent à un besoin économique réel et offrent une flexibilité appréciée par l'ensemble des catégories d'investisseurs.

La question n'est plus de savoir si les fonds de continuation ont leur place dans le private equity. Le marché y a déjà répondu. L'enjeu est désormais celui de la qualité de leur gouvernance.

Dans une industrie où la confiance demeure l'actif le plus précieux, l'excellence du processus n'est plus seulement une exigence réglementaire. Elle devient un avantage concurrentiel.

Related Professionals

- **Bruno Bertrand-Delfau**
  Partner
- **Christopher C. Robinson**
  Partner
- **Michael R. Suppappola**
  Partner
- **Agnès Rossi**
  Partner