



Redéfinir le capital-investissement : comment les fonds de continuation bouleversent le marché du Buyout

Auteurs : Nils Rode (Chief Investment Officer), Petr Poldauf (Senior Investment Director), Eufemiano Fuentes Perez (Lead Data Scientist)

Ce document est destiné exclusivement aux clients professionnels.

Teaser

Nos prévisions montrent que le marché des investissements de continuation, également appelés fonds de continuation (souvent classés parmi les « GP-led secondaries »), devrait être multiplié par plus de quatre au cours de la prochaine décennie, porté par une combinaison de la demande du côté acheteur et de moteurs de croissance structurels du côté de l'offre.

Points clés à retenir

- **Perspectives de croissance du marché.** Nos prévisions suggèrent que la taille du marché des investissements de continuation sera multipliée par quatre, passant d'environ \$70 milliards à plus de \$300 milliards au cours de la prochaine décennie, consolidant son rôle clé dans la création de valeur et de génération de liquidité pour les investisseurs en capital-investissement (PE). Dans un scénario plus prudent, qui suppose une croissance plus lente du marché global du PE, nous anticipons malgré tout un triplement des investissements de continuation ; avec des hypothèses plus optimistes, le marché pourrait être multiplié jusqu'à six fois.
- **Moteurs structurels vs cycliques.** La forte croissance des investissements de continuation reflète un changement structurel profond, renforcé par des facteurs additionnels liés au ralentissement cyclique actuel du marché des sorties. Nos recherches indiquent que plus de 80% du volume de transactions 2024 des investissements de continuation est porté par une croissance structurelle, et non par des effets cycliques.
- **Attractivité pour les investisseurs.** La demande des investisseurs est tirée par la perspective de risques réduits et de performances plus prévisibles, d'une liquidité plus rapide (des durées de détention environ 25% plus courtes) et de frais plus faibles (environ la moitié) par rapport aux Buyout traditionnels.
- **La rupture tient à qui conserve la propriété.** La rupture la plus significative ne réside pas dans le fait de détenir des entreprises plus longtemps sous Private Equity, mais plutôt dans l'identité de celui qui conserve la propriété. Les transactions de fonds à fonds (secondary buyouts) ont historiquement constitué une majeure partie des flux dans le mid et large Buyout, représentant environ la moitié des nouveaux volumes d'investissements. Les investissements de continuation permettent au contraire au sponsor initial de conserver le contrôle, ce qui reconfigure fondamentalement le sourcing, la création de valeur et la dynamique de sortie sans augmenter les durées de détention agrégées. Nous estimons que les investissements de continuation remplaceront 8% du flux total d'opérations pour les rachats mid et large cap sur les 10 prochaines années, par rapport à un scénario où ils n'existeraient pas.
- **Candidats aux investissements de continuation.** Sur la base de notre analyse d'environ 2 600 investissements en Buyout réalisés, nous estimons que plus de 30% des sociétés en portefeuille constituent des candidats potentiels aux investissements de continuation. Cela correspond à la part des sociétés en portefeuille qui ne nécessitent pas un nouveau contrôle (par exemple, un changement de gérant) pour poursuivre une stratégie de transformation réussie.
- **Idées reçues autour des « GP-led secondaries ».** Le terme « GP-led secondaries », souvent utilisé pour désigner les investissements de continuation, est impropre et conduit à des malentendus significatifs, car les gérants (GPs) conservent généralement (et souvent renforcent) leur intérêt dans une société en portefeuille et ne

cristallisent pas de commissions de performance. Ces transactions comportent aussi généralement une composante primaire (nouveaux capitaux) et sont structurées par nouveaux investisseurs en lien avec le gérant.

- **L'attractivité du lower mid-market.** Le lower mid-market présente le plus faible risque d'être perturbé par ces évolutions, grâce à un sourcing plus différencié (moins de 25% des investissements proviennent d'autres fonds). Nous pensons également que ce segment offre les opportunités d'investissements de continuation les plus attractives en termes de potentiel de transformation

Autrefois un outil plus « exotique » au sein de la boîte à outils du PE, les investissements de continuation se sont imposés comme l'une des évolutions les plus dynamiques et les plus débattues du marché. Un nombre croissant de gérants de PE y voient un moyen de poursuivre la transformation – et d'en réaliser tout le potentiel de création de valeur – de sociétés clés en portefeuille, sans changement de propriété perturbateur. Dans ce cadre, ils s'associent à des nouveaux investisseurs pour injecter de nouveaux capitaux et offrir une option de liquidité précieuse et plus rapide aux investisseurs existants.

Ainsi, les investissements de continuation catalysent une reconfiguration fondamentale de la manière dont la valeur est créée et réalisée en Buyout. Ils donnent plus de pouvoir aux gérants du lower mid-market, qui peuvent rester aux commandes de leurs actifs les plus qualitatifs plus longtemps ; ils apportent davantage de continuité et de capitaux frais aux sociétés en portefeuille pour accélérer leur croissance ; et ils proposent des conditions plus attractives aux investisseurs existants (qui réinvestissent) et nouveaux par rapport aux secondary buyouts traditionnels.

En 2024, la valeur de sortie des investissements de continuation en buyout et capital-développement a atteint près de \$45 milliards, soit environ 7% des distributions. En incluant les nouveaux capitaux injectés dans ces transactions, ainsi que les investissements de continuation en dehors des Buyout et du capital-développement (y compris le capital-risque, la dette privée, les infrastructures et d'autres stratégies), le volume total de transactions de continuation estimé par certains consultants a établi un nouveau record à plus de \$70 milliards.

Plus largement, ces investissements, souvent regroupés sous l'appellation « GP-led secondaries », sont fréquemment comparés aux secondaires dits « LP-led », dans lesquels des investisseurs dans des fonds de PE (LPs) vendent leurs parts de fonds à d'autres LPs. Au total, le marché secondaire mondial a enregistré un volume de transactions de \$160 milliards en 2024, dont les investissements de continuation représentaient 44%.

Évolution du marché secondaire

Ce document soutient que les investissements de continuation ont en réalité peu de points communs avec les secondaires « LP-led » et doivent plutôt être considérés comme un substitut partiel aux investissements traditionnels de secondary buyouts. C'est pourquoi nous pensons également que le terme « GP-led secondaries » est impropre et conduit fréquemment à des malentendus importants :

- Les gérants conservent généralement (et souvent augmentent) leur participation dans les entreprises sous-jacentes – et ne cristallisent généralement pas de commissions de performance sur ces transactions.
- Les investissements de continuation comportent souvent une composante primaire (nouveaux capitaux) permettant aux sociétés en portefeuille d'accélérer leur croissance et offrant de la liquidité aux investisseurs existants qui choisissent de ne pas réinvestir (« roll »).
- Ce sont les nouveaux investisseurs qui structurent ces transactions, en accord avec les gérants, et qui mènent un processus complet de due diligence.

Par conséquent, lorsque les investissements de continuation sont décrits comme « le PE qui se vend à lui-même », c'est précisément ce que ces transactions ne sont pas. Certes, ces opérations sont généralement réalisées via l'achat d'une ou plusieurs entreprises par un véhicule de fonds à un autre. Mais, en pratique, les investissements de continuation consistent à ce que les propriétaires existants conservent le contrôle de sociétés clés en portefeuille, tandis que de nouveaux investisseurs injectent du capital additionnel pour catalyser la croissance, et que les investisseurs existants se voient offrir une option de liquidité.

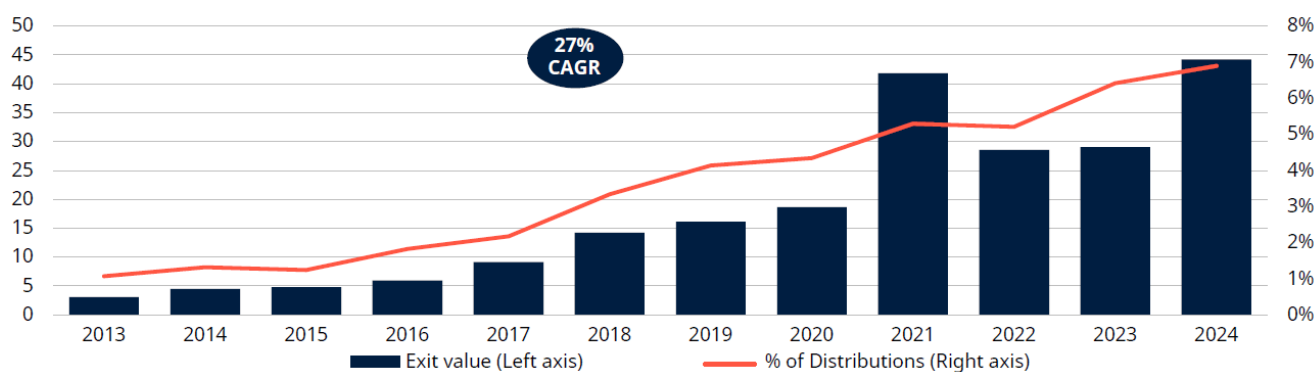
Certains commentateurs ont également suggéré que la croissance des investissements de continuation serait purement cyclique, portée par une sécheresse temporaire des voies de sortie traditionnelles dans un contexte macroéconomique et de marché difficile. Notre analyse remet également en cause ce narratif, en soulignant au contraire que l'essor des investissements de continuation s'apparente à un changement structurel profond.

En effet, en excluant l'année atypique 2021 de rebond post-Covid, les investissements de continuation ont progressé de façon régulière depuis 2013, avec un taux de croissance annuel de 27% sur la période. La hausse observée en 2024 a sans aucun doute été soutenue par une liquidité plus contrainte dans d'autres segments du marché, mais cette tendance sous-jacente raconte une histoire plus profonde : ces transactions ne sont pas un simple palliatif, elles constituent une force de rupture qui redessine l'architecture du PE.

Les investissements de continuation sont devenus clé pour les investisseurs en PE, et nous anticipons la poursuite de leur trajectoire de croissance. Nous détaillons plus loin dans ce document la part structurelle vs cyclique de cette croissance.

Figure 1 : Le marché des investissements de continuation a connu une croissance significative

Investissements de continuation : valeur totale des transactions (en milliards de dollars américains, USD)



Qu'est-ce qui alimente la croissance des investissements de continuation ?

Selon nous, cinq facteurs structurels clés soutiennent la croissance de ce segment, reflétant une association d'évolutions de long terme du marché et de dynamiques de court terme :

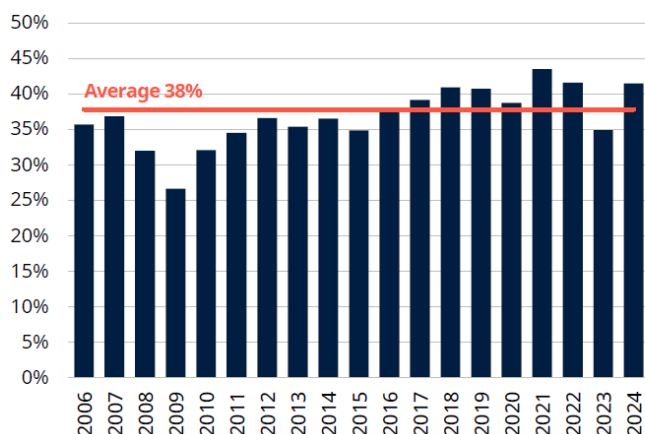
- La poursuite de la détention sous PE au-delà de la période de détention initiale est un moyen établi de piloter la transformation des entreprises
- La poursuite de la transformation des entreprises sous PE ne nécessite souvent pas un changement de propriétaire
- Les investissements de continuation constituent une manière efficiente, en termes de coûts, de poursuivre la transformation des entreprises
- Les investissements de continuation offrent des performances plus anticipables et une liquidité plus rapide que les Buyout traditionnels
- Le déficit cyclique actuel des sorties accélère la demande de solutions alternatives de liquidité

1. La poursuite de la détention sous PE au-delà de la période de détention initiale est un moyen établi de piloter la transformation des entreprises

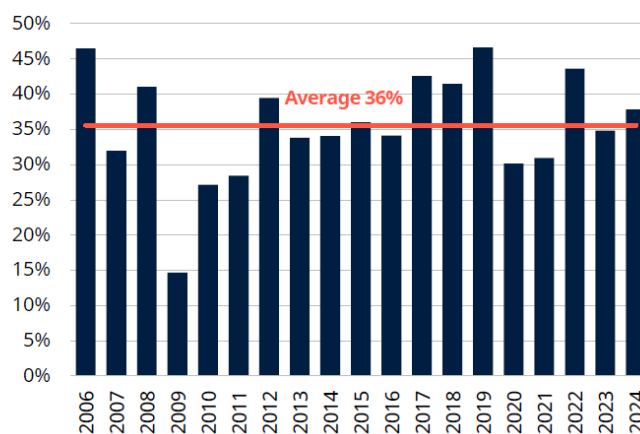
Le concept de sociétés restant dans l'écosystème du PE après la période de détention initiale n'est pas nouveau. Les secondary buyouts, dans lesquelles un gérant vend une société en portefeuille à un autre – représentent une part significative des sorties depuis plus de deux décennies, avec une moyenne de 38% du nombre de transactions et 36% de la valeur des transactions depuis 2006.

Figure 2 : Le PE se vend à lui-même depuis plus de 20 ans

Part des secondary buyouts dans le total des sorties (en nombre de transactions)



Part des secondary buyouts dans le total des sorties (en valeur totale des transactions)



Cela reflète une réalité : le modèle de fonds de PE « typique », qui suppose une phase de création de valeur de quatre à six ans, ne permet souvent pas de réaliser pleinement le potentiel de valeur des sociétés les plus remarquables en portefeuille. Il existe souvent une valeur additionnelle pouvant être créée sous une détention prolongée – et de nombreuses entreprises traversent plusieurs phases de ce type. Par le passé, cela signifiait être vendue d'un gérant au suivant, puis parfois encore au suivant, etc.

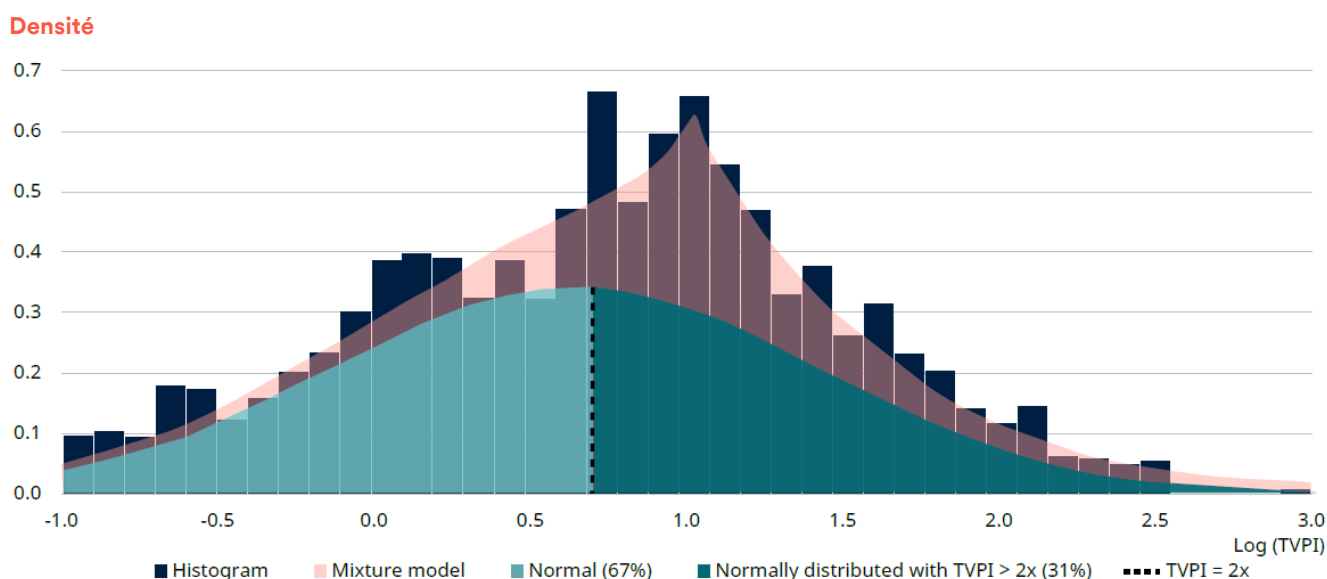
2. La poursuite de la transformation des entreprises sous propriété du PE ne nécessite souvent pas un nouveau propriétaire

Les investissements de continuation bouleversent cette dynamique : la transformation future de la société en portefeuille est menée par le même gérant, plutôt que par une vente à un autre. En parallèle, les investissements de continuation permettent l'entrée de nouveaux investisseurs et de nouveaux capitaux pour financer l'expansion – tout en assurant une due diligence indépendante supplémentaire et en permettant une sortie pour les investisseurs existants (LPs) qui souhaitent encaisser.

Notre analyse des performances d'environ 2 600 opérations de Buyout réalisées, issues de la base de données d'investissement de Schroders Capital, montre qu'environ 31% de l'ensemble des sociétés portefeuille sont des candidates potentielles à une poursuite de la transformation au regard de leur performance et de leur trajectoire – et pourraient donc aussi convenir à des investissements de continuation.

Pour calculer ce chiffre, nous avons représenté le multiple de rendement total (TVPI) de l'ensemble des opérations réalisées de l'échantillon sur une échelle logarithmique, en isolant la proportion présentant un profil de rendement plus proche de celui des investissements de continuation et générant un multiple supérieur à 2x le capital investi (objectif minimal typique de rendement pour les transactions de fonds à fonds et les investissements de continuation).

Figure 3 : Proportion des Buyout potentiellement adaptés aux investissements de continuation



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Schroders Capital, 2025. Investissements de Buyout réalisés uniquement. Total Value to Paid-In Capital (TVPI) calculé opération par opération (brut des frais, dépenses et carried interest des fonds sous-jacents et brut des frais, dépenses et carried interest des fonds Schroders Capital), transformé en logarithme et modélisé à l'aide d'une distribution mixte comprenant une composante normale et une composante double Pareto. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

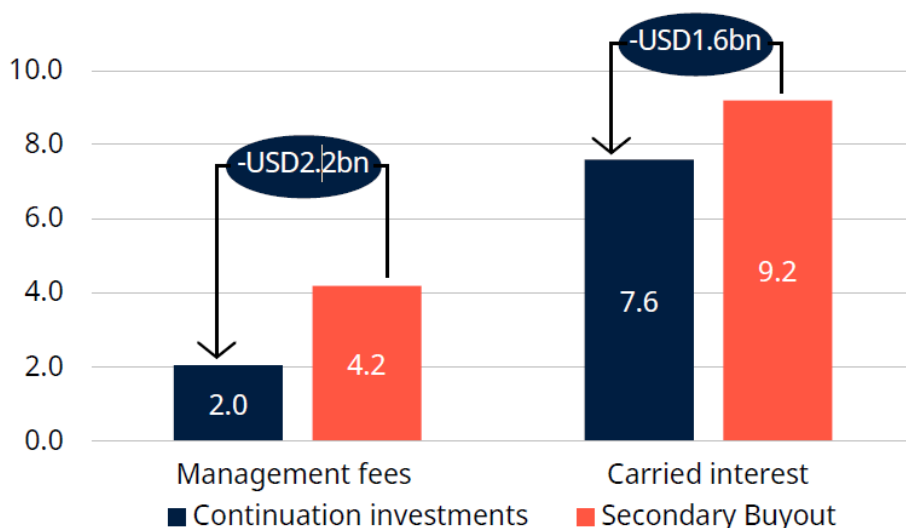
3. Les investissements de continuation constituent un moyen efficient, en termes de coûts, de poursuivre la transformation des entreprises

Non seulement les investissements de continuation permettent aux gérants d'accompagner des actifs prometteurs dans une nouvelle phase de croissance, mais ils le font généralement de façon plus efficiente, en termes de coûts, pour les investisseurs finaux que les secondary buyouts. Les données de prix de marché et l'analyse de Preqin suggèrent que les commissions de gestion sur les véhicules de continuation sont environ la moitié de celles des Buyout traditionnels. Le carried interest est également généralement structuré par paliers, ce qui réduit la charge totale de frais.

Cet avantage de coûts est significatif. Sur la base des volumes 2024, les économies totales pour les investisseurs liées à des structures de frais plus faibles dans les fonds de continuation, sur une période de détention de quatre ans en Buyout, s'élevaient à environ \$3,8 milliards. Ces économies peuvent contribuer à améliorer davantage les performances nettes.

Figure 4 : Les investissements de continuation permettent d'économiser près de \$4 milliards de frais sur la durée de vie chaque année

Frais de gestion et carried interest estimés (USDbn)



Source : Preqin, Schroders Capital, 2025. Hypothèses de commissions de gestion : GP-led secondaries – 1% p.a. sur le capital net investi (les montants non appelés étant appelés sur deux ans) ; Secondary buyouts – 1,9% p.a. sur le capital engagé (moyenne basée sur les données Preqin). Hypothèses de carried interest : GP-led – 10% au-delà de 8% d'IRR, 15% au-delà de 15% d'IRR, 20% au-delà de 20% d'IRR ; Secondary buyouts – 20% au-delà de 8% d'IRR. Hypothèses de rendement : distribution normale des performances avec une moyenne pondérée de 2,0x de MOIC, période de détention de 4 ans. Hypothèses de volume GP-led buyout : \$44 Md de valeur en fonds propres, \$55 Md en incluant les engagements non appelés – soit le volume 2024. Aucune assurance ne peut être donnée quant à la réalisation d'une estimation, d'un objectif ou d'un résultat attendu.

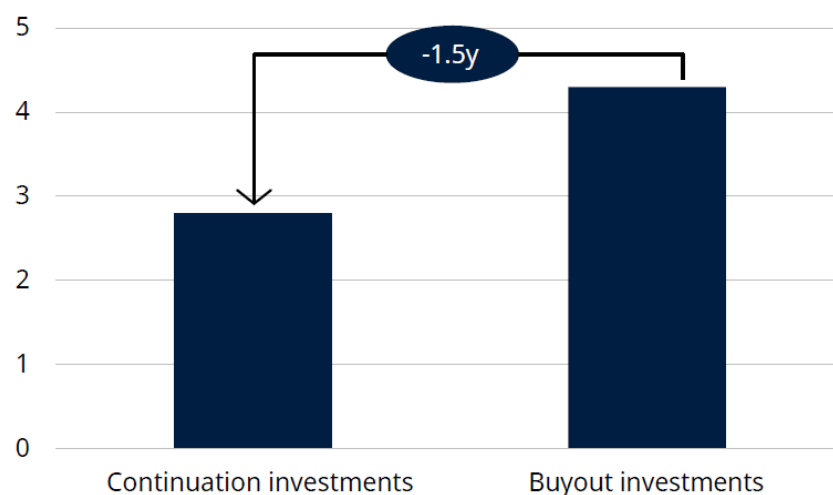
4. Les investissements de continuation offrent des performances plus prévisibles et génèrent une liquidité plus rapide

Performances plus prévisibles : le profil de rendement des investissements de continuation a historiquement été statistiquement plus stable que celui des Buyout traditionnels. Comme les gérants continuent de détenir leurs sociétés performantes lorsqu'aucun changement de contrôle n'est requis, ces investissements réduisent naturellement les risques associés. Les données Schroders Capital sur des investissements de continuation réalisés suggèrent que ces investissements présentent des performances davantage distribuées normalement et un profil de risque de queue (tail-risk) plus limité, sur une échelle logarithmique des multiples TVPI, par rapport aux Buyout traditionnels.

Liquidité plus rapide : les véhicules d'investissement de continuation tendent à délivrer de la liquidité plus rapidement que les autres investissements de Buyout. En moyenne, ils affichent une période de détention inférieure de 1,5 an (moins de trois ans, contre plus de quatre ans pour les Buyout traditionnels), ce qui correspond à un délai de liquidité 25% plus rapide pour les investisseurs. Cela les rend particulièrement attractifs pour les investisseurs dont les besoins de flux de trésorerie évoluent.

Figure 5 : Les investissements de continuation ont une durée de détention plus courte que les Buyout traditionnels

Période de détention (en années)



Source : Schroders Capital, 2025. Basé sur les données Schroders Capital – 81 sorties GP-led finalisées (inclut les appels d'offres LP), 59 sorties de co-investissements en Buyout finalisées.

5. Un ralentissement cyclique des sorties a accru la disponibilité d'opportunités de continuation

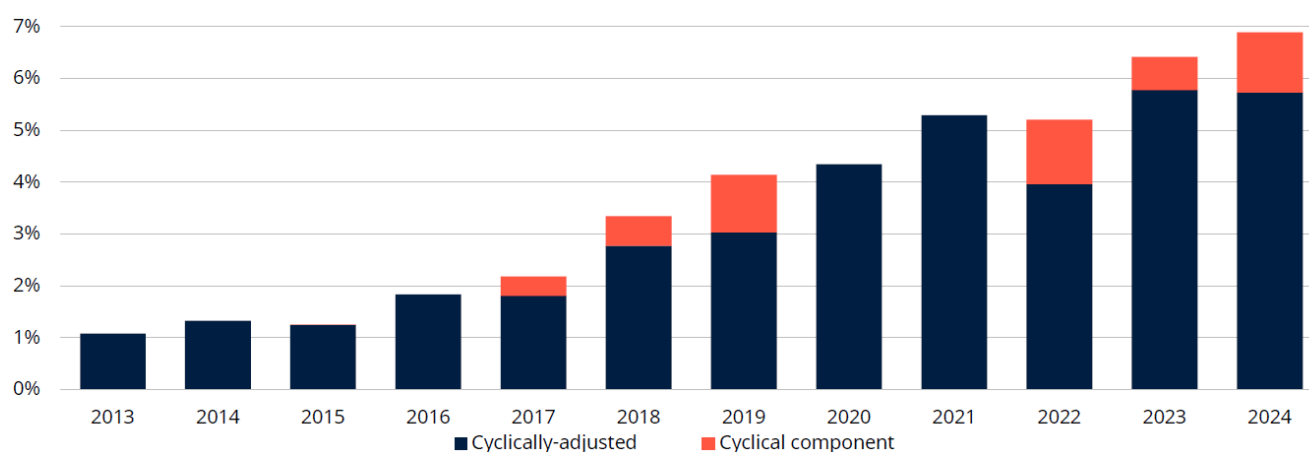
Si les arguments structurels en faveur des investissements de continuation sont solides, les vents contraires macroéconomiques récents ont joué un rôle d'accélérateur. Le secteur du PE en est désormais à sa quatrième année de ralentissement cyclique des sorties, provoqué par un environnement économique plus incertain et des marchés actions cotés volatils, qui ont réduit la demande de M&A de la part des acquéreurs industriels, diminué le volume de financement par la dette disponible, et réduit le nombre d'IPOs.

Selon notre analyse, la tendance cyclique pour les investissements de continuation a contribué à environ 17% du volume de transactions en 2024. Nous avons calculé ce chiffre en comparant les volumes réels combinés de secondary buyouts et d'investissements de continuation au fil du temps avec le volume attendu si le marché avait suivi sa moyenne de croissance de long terme, tout excédent sur une année donnée étant considéré comme cyclique.

Cela renforce notre conclusion selon laquelle l'essentiel de la croissance du marché est porté par des évolutions structurelles et par une substitution progressive et partielle des secondary buyouts par des investissements de continuation.

Figure 6 : L'essentiel de la croissance des investissements de continuation est structurel, pas cyclique

% des distributions de PE



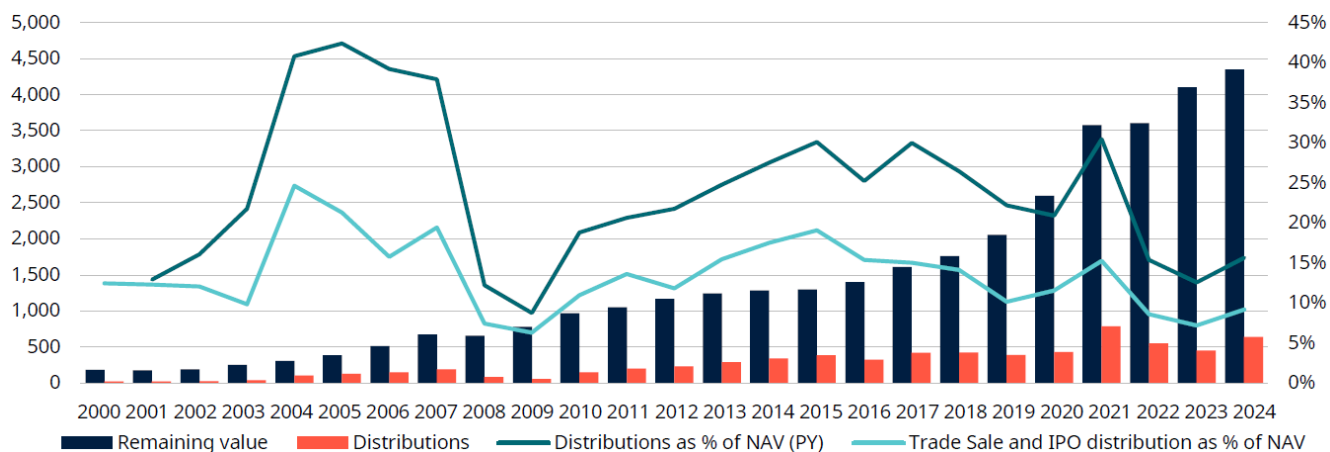
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Pitchbook, Prequin, Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard, PJT, Schroders Capital, 2025. Distributions de Buyout estimées par moyenne des valeurs annuelles issues de Pitchbook et Prequin. Valeur de sortie des investissements de continuation estimée à partir de moyennes annuelles rapportées par Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard et PJT, incluant uniquement les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial et excluant les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. Composante cyclique calculée en corrigeant les valeurs historiques de l'excédent du pool Buyout + investissements de continuation au-dessus de la moyenne historique des secondary buyouts de 36%. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Même si 2024 a montré des signes d'une reprise prudente des marchés de sortie, il reste à voir quel impact la nouvelle incertitude de marché, portée par des changements de politiques commerciale et étrangère des États-Unis, aura. Dans ce contexte, les investissements de continuation continueront d'offrir une alternative de liquidité très nécessaire aux investisseurs.

Figure 7 : Le déficit cyclique des sorties entre dans sa quatrième année

PE dans le monde : NAV et distributions (en milliards de dollars)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Pitchbook, Preqin, Schroders Capital, 2025.

Perturber le modèle du Buyout : implications de la croissance des investissements de continuation

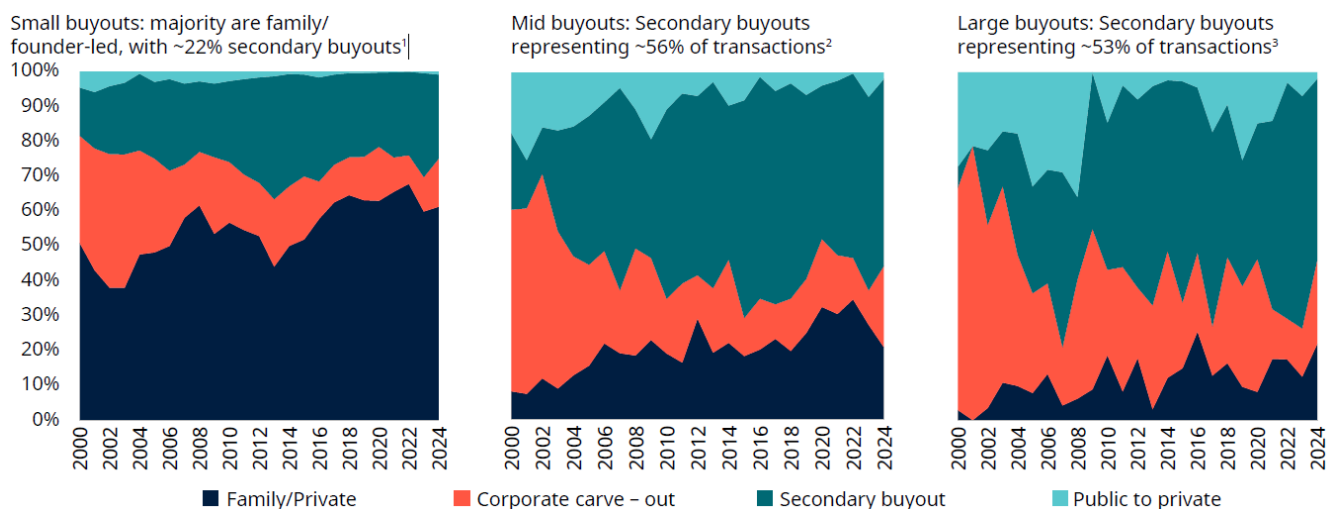
L'essor des investissements de continuation ne modifie pas seulement la manière dont les actifs sont cédés (pour les investisseurs qui choisissent de céder leurs participations), il remodèle activement le modèle même du Buyout en PE. La rupture la plus profonde ne tient pas au concept de détenir des entreprises plus longtemps sous PE – comme indiqué plus haut, cela est courant depuis des années et nous ne voyons pas d'éléments montrant une augmentation des durées de détention agrégées. Elle tient plutôt à qui conserve la propriété.

Au lieu d'être vendus d'un gérant au suivant (généralement plus grand), davantage d'actifs restent chez le même gérant, soutenus par un véhicule de continuation et, généralement, par un nouvel apport de capitaux. Cela permet de poursuivre l'exécution d'un plan de transformation et de croissance éprouvé, par exemple une stratégie de consolidation (buy-and-build) où de nombreuses petites entreprises sont ajoutées à une plus grande, au-delà de la période de détention initiale.

Ce remplacement du deal flow perturbe en partie le marché des Buyout, en particulier pour les segments mid et large cap. Au cours des deux dernières décennies, ces stratégies sont devenues de plus en plus dépendantes des transactions de fonds à fonds comme source principale de deals, représentant plus de la moitié de leurs nouveaux volumes de transactions (voir graphique ci-dessous).

Ce deal flow disparaît désormais partiellement, car les investissements de continuation constituent souvent une alternative meilleure et moins coûteuse pour poursuivre la transformation des entreprises. Sur la base de nos prévisions de croissance du marché des investissements de continuation (détaillées ci-dessous), nous estimons qu'environ 8% du flux total d'opérations pour les Buyout mid et large cap pourrait être remplacé au cours des 10 prochaines années (voir Annexe 2).

Figure 8 : Les Buyout mid et large cap sont davantage dépendants des secondary buyouts



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Unquote, Schroders Capital, 2025.1Transactions avec une valeur d'entreprise de < €100m 2Transactions avec une valeur d'entreprise de >= €100m et < €1 000m 3Transactions avec une valeur d'entreprise de >= €1 000m. Note : basé sur la valeur des transactions ; inclut toutes les transactions finalisées de Buyout et de capital-développement au niveau mondial. Exclut les sorties d'actifs soutenus par le capital-risque. Les chiffres en titre sont des moyennes pondérées en valeur pour 2015-2024.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire. Source : Unquote, Schroders Capital, 2025.1Transactions avec une valeur d'entreprise de < €100m 2Transactions avec une valeur d'entreprise de >= €100m et < €1 000m 3Transactions avec une valeur d'entreprise de >= €1 000m. Note : basé sur la valeur des transactions ; inclut toutes les transactions finalisées de Buyout et de capital-développement au niveau mondial. Exclut les sorties d'actifs soutenus par le capital-risque. Les chiffres en titre sont des moyennes pondérées en valeur pour 2015-2024.

Un tel changement aura un impact significatif sur les grands gérants de Buyout et les acteurs du secondaire, étant donné que les grandes transactions secondaires se concentrent généralement sur les grands fonds. Ces groupes l'ont bien compris : de plus en plus d'entre eux lèvent désormais des stratégies dédiées aux investissements de

continuation. Cette tendance alimente à son tour la dynamique de disponibilité du capital pour les investissements de continuation, apportant un vent favorable additionnel aux volumes de transactions en 2025 et au-delà.

Cela pourrait également conduire à une innovation continue, incluant potentiellement des situations hybrides d'investissement de continuation. Il s'agit de cas où le gérant existant conserve la propriété pour poursuivre la transformation de l'entreprise, tandis qu'un gérant supplémentaire partage une partie de la propriété afin d'apporter des compétences spécifiques pour la phase suivante de transformation. Par exemple, le gérant existant pourrait continuer une stratégie éprouvée de buy-and-build / consolidation, tandis qu'un nouveau gérant additionnel pourrait contribuer par son expertise en matière d'expansion régionale ou de sortie via une IPO.

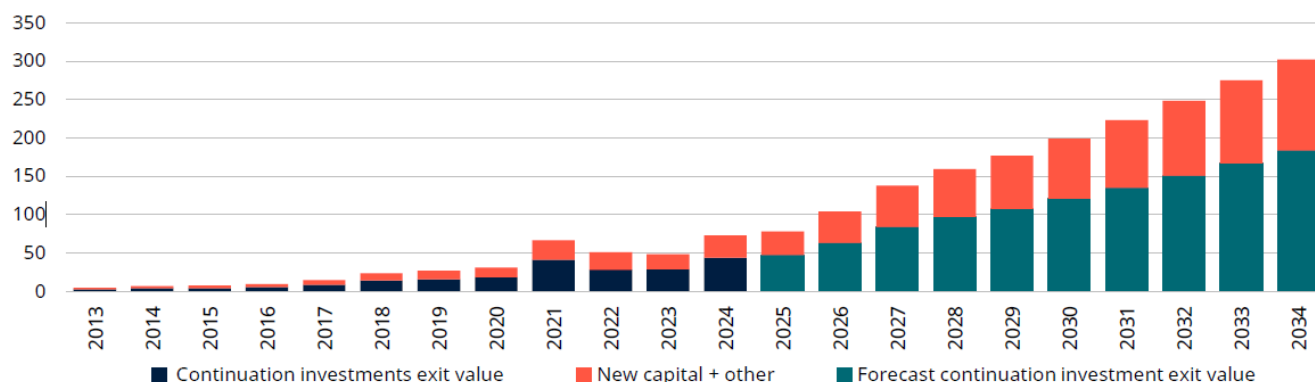
La croissance explosive va se poursuivre : le marché des investissements de continuation devrait être multiplié par quatre

La trajectoire récente de croissance du marché des investissements de continuation ne montre aucun signe de ralentissement. Sur la base des projections prudentes de Schroders Capital, fondées sur une pénétration croissante des investissements de continuation, la croissance de la NAV (valeur nette d'inventaire – Net Asset Value) du PE au sens large, et une reprise globale anticipée des distributions du PE, nous prévoyons une expansion de plus de quatre fois des investissements de continuation au cours de la prochaine décennie.

Plus précisément, dans notre scénario central, nous anticipons que les volumes totaux d'investissements de continuation passeront d'un peu plus de \$70 milliards en 2024 à plus de \$300 milliards d'ici 2034.

Figure 9 : Le marché des investissements de continuation devrait être multiplié par plus de quatre d'ici 2034

Montant (en milliards de dollars)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

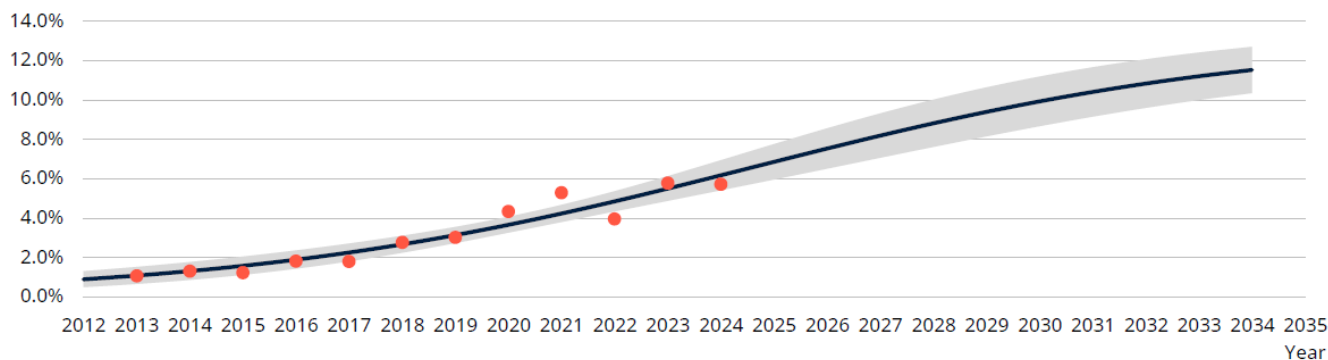
Source : Pitchbook, Preqin, Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard, PJT, Schroders Capital, 2025. Inclut les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial, exclut les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. La croissance des investissements de continuation en % des distributions de Buyout est modélisée via une fonction sigmoïde avec un point de saturation à 13% en 2045. Les barres grises montrent l'écart entre la valeur de transaction secondaire rapportée et la valeur de sortie attribuée aux investissements de continuation de Buyout (composée de capitaux frais et d'investissements de continuation pour des stratégies autres que le Buyout), dont la moyenne a été appliquée aux prévisions prospectives pour générer une valeur totale prévisionnelle. Hypothèses : 50% de la croissance de NAV prévue par Preqin jusqu'en 2029 (50% du TCAC ensuite), le taux de distribution revient linéairement à 20% en 2027. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Les hypothèses que nous avons utilisées reposent principalement sur trois variables clés :

- **La valeur totale de la NAV du capital-investissement** : le fournisseur de données Preqin prévoit une croissance annuelle de 14%, que nous avons prudemment divisée par deux à 7% dans notre scénario central.
- **La valeur des distributions sur une année donnée** : dans notre scénario central, nous projetons un retour linéaire à 20% de la NAV de départ d'ici 2027 (en dessous de la moyenne de long terme de 25%), puis un maintien à ce niveau jusqu'à la fin de la période de prévision.
- **La proportion des distributions attribuable aux investissements de continuation** : nous la projetons à partir d'un modèle basé sur la croissance observée sur les 10 dernières années, des données ajustées du cycle, et une estimation prudente d'une saturation de la part de marché à 13% d'ici 2045 (voir graphique). Cette limite de saturation est nettement inférieure à la limite supérieure de 31% que nous avons dérivée plus haut dans notre analyse, par prudence.

Figure 10 : Prédiction de croissance des investissements de continuation, en % des distributions de PE

% des distributions de PE



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Pitchbook, Prequin, Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard, PJT, Schroders Capital, 2025. Inclut les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial, exclut les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. La croissance des investissements de continuation en % des distributions de Buyout est modélisée via une fonction sigmoïde avec un point de saturation à 13% en 2045. Les barres grises montrent l'écart entre la valeur de transaction secondaire rapportée et la valeur de sortie attribuée aux investissements de continuation de Buyout (composée de capitaux frais et d'investissements de continuation pour des stratégies autres que le Buyout), dont la moyenne a été appliquée aux prévisions prospectives pour générer une valeur totale prévisionnelle. Hypothèses : 50% de la croissance de NAV prévue par Prequin jusqu'en 2029 (50% du TCAC ensuite), le taux de distribution revient linéairement à 20% en 2027. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Au total, notre scénario central implique que les investissements de continuation représenteraient près de 12% de l'ensemble des distributions de PE en 2034, encore nettement en dessous de la part des sorties historiquement et actuellement représentée par les secondary buyouts. La NAV mondiale du PE devrait passer de \$4,3 trillions aujourd'hui à \$7,4 trillions sur la période, tandis que les distributions annuelles sont supposées revenir à 20% de la NAV de départ, en supposant une reprise des marchés de sortie.

Cela aboutit à une valeur de sortie des fonds de continuation de Buyout de près de \$184 milliards en 2034. Nous y ajoutons une estimation du capital additionnel investi afin d'obtenir le volume total d'investissements de continuation, basée sur la moyenne de l'écart entre valeur totale et valeur de sortie au cours de la dernière décennie. Cet écart représente les capitaux frais injectés et les investissements de continuation sur des stratégies autres que le Buyout. Cela représente environ \$118 milliards, portant notre total combiné à près de \$302 milliards.

Dans un scénario bas plus conservateur, nous anticipons malgré tout un triplement de la taille totale du marché au cours de la prochaine décennie, tandis qu'avec des hypothèses plus optimistes, le marché pourrait être multiplié jusqu'à six fois. Voir l'Annexe 1 pour le détail complet des prévisions dans les scénarios bas et haut.

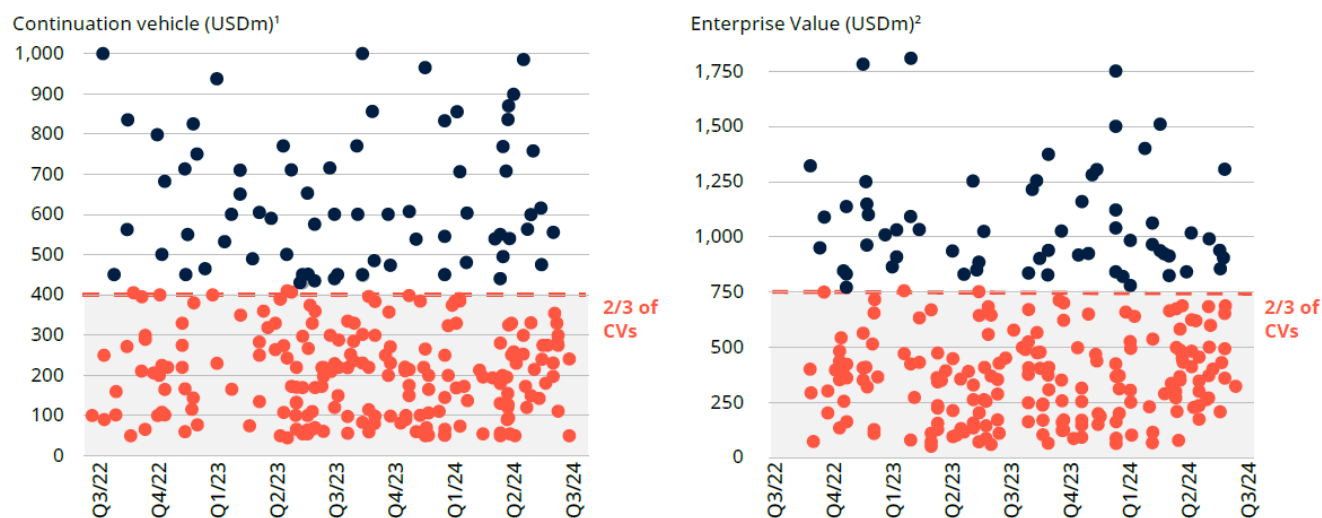
Pourquoi les investissements de continuation small/mid sont structurellement plus attractifs

Alors que les fonds de continuation se multiplient dans tout le spectre du PE, nous pensons que le lower mid-market – qui recouvre les investissements en fonds de continuation dans des sociétés small et mid-cap (entreprises avec une valeur d'entreprise inférieure à \$1 milliard) – offre des opportunités particulièrement convaincantes. Ce segment se caractérise par un univers vaste et diversifié de cibles potentielles, une économie de transaction généralement plus favorable et des entreprises présentant un potentiel de transformation et de croissance plus élevé.

Selon les données Preqin, il y a dix fois plus de gérants et de fonds opérant dans le small et mid-cap (moins de \$2 milliards de capital à investir) que dans le large cap (plus de \$2 milliards). En conséquence, une part disproportionnée des opportunités de continuation – qui, comme indiqué plus haut, ne sont rien d'autre que des Buyout se poursuivant sous la même propriété au sein d'une nouvelle structure – provient des segments les plus petits du marché.

Au cours des deux dernières années, plus des deux tiers des transactions potentielles de fonds de continuation évaluées par Schroders Capital concernaient des entreprises avec une valeur d'entreprise inférieure à \$750 millions.

Figure 11 : Le flux d'opérations est concentré dans le bas du marché



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Schroders Capital, 2025. 1 Représente la taille totale du véhicule de continuation (financé + non financé) pour les opportunités GP-led mono-actif et multi-actifs évaluées par Schroders Capital au cours des deux dernières années. 2 Représente la valeur d'entreprise des opportunités GP-led mono-actif évaluées par Schroders Capital au cours des deux dernières années.

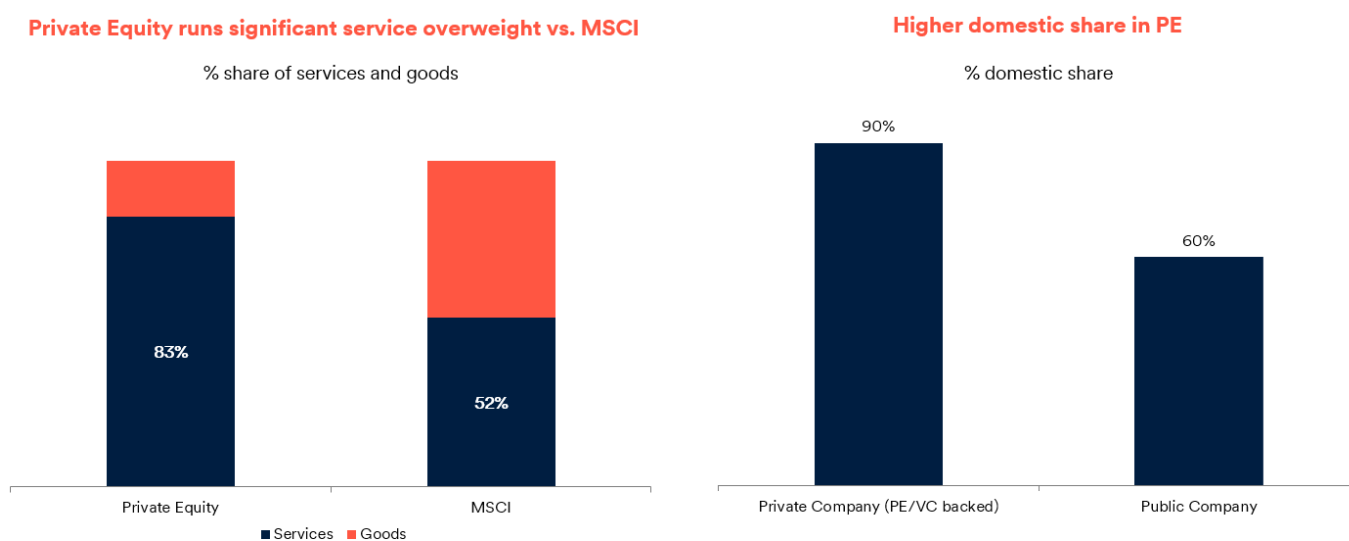
Plusieurs facteurs rendent le lower mid-market particulièrement attractif :

- **Multiples de valorisation** : les transactions de ce segment se font souvent à des valorisations d'entrée plus faibles. Les données de marché Preqin et d'autres consultants à fin 2023 indiquent que jusqu'à 60% des transactions de fonds de continuation réalisées par des fonds small et mid (gérant moins de \$5 milliards) ont été conclues à des multiples inférieurs à 13x l'EBITDA, et près de 30% à des multiples inférieurs à 11x. En revanche, plus de la moitié des transactions large cap ont été conclues à des multiples supérieurs à 13x l'EBITDA, et aucune en dessous de 11x.
- **Potentiel de croissance transformationnelle** : les entreprises plus petites disposent généralement de davantage de leviers de croissance. Qu'il s'agisse d'améliorations opérationnelles, d'expansion géographique ou de diversification de l'offre, le champ de création de valeur est plus large que dans des entreprises plus grandes et plus matures.
- **Voies de sortie plus nombreuses** : le lower mid-market bénéficie d'un éventail plus large d'options de sortie, incluant des secondary buyouts. Ces transactions sponsor-to-sponsor peuvent permettre de

poursuivre la détention sous PE sous un autre GP et une nouvelle thèse de croissance. En outre, le lower mid-market ne dépend pas des IPOs comme source de sortie.

- **Résilience dans des marchés difficiles** : nos recherches ont montré que les Buyout small et mid, plus largement, ont historiquement surperformé d'autres stratégies de marchés privés et les actions cotées lors de périodes de stress de marché. Lors de quatre des cinq grands ralentissements des 25 dernières années, les Buyout small et mid ont figuré parmi les segments les plus performants du PE. Pour en savoir plus, lire notre document : La résilience du PE lors des grandes crises : une analyse sur 25 ans.
- **Meilleure protection face aux turbulences de marché** : prolongeant ce potentiel de performances résilients, les transactions de fonds de continuation small et mid concernent généralement des entreprises sous-jacentes davantage orientées vers leur marché domestique et vers les services, ce qui les rend moins sensibles aux tensions commerciales et géopolitiques qui alimentent actuellement une volatilité renouvelée. Le PE, dans son ensemble, présente une part de revenus domestiques plus élevée et une surpondération significative des services par rapport aux marchés cotés (voir graphique).

Figure 12 : Des portefeuilles orientés services et domestiques amortissent les chocs commerciaux



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : données Pitchbook au 27 mai 2025, données MSCI au 10 juin 2025, données S&P Capital IQ au 21 mai 2025, Schroders Capital, 2025. Pour le PE, le pourcentage services/biens est basé sur le capital investi en investissements de Buyout LTM avril 2025. 41 secteurs ont été répartis entre biens et services. Pour MSCI Global, le pourcentage services/biens est basé sur la capitalisation ajustée en USD. 151 secteurs ont été répartis entre biens et services. L'immobilier a été exclu. La part domestique est définie comme les revenus générés dans la région 1 du segment de la société. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Conclusion

Les investissements de continuation constituent un phénomène en croissance sur le marché du PE – et représentent un changement structurel significatif dans la manière dont l'industrie crée et réalise de la valeur. Si des facteurs cycliques ont accéléré les volumes de transactions, notamment en 2021 et 2024, notre analyse montre que cela ne fait qu'accentuer la croissance régulière et constante observée sur ce segment au cours de la dernière décennie – croissance qui, selon nous, devrait se poursuivre.

Ce document a couvert les principales raisons de cette tendance, notamment le fait que les investissements de continuation remplacent une partie des secondary buyouts en tant que moyen efficient, en termes de coûts, de poursuivre une croissance transformationnelle sous propriété du PE, sans la perturbation d'un changement de propriétaire et tout en offrant des options de liquidité aux investisseurs existants. De cette manière, ils répondent aux limites fondamentales des fonds traditionnels en limited partnership, qui peuvent restreindre le capital et le temps disponibles pour maximiser la valeur de certaines opérations particulièrement remarquables.

Pour les investisseurs souhaitant s'exposer au PE via les investissements de continuation, ces opérations offrent des performances prévisibles et stables, ainsi qu'une voie plus rapide vers la liquidité. Le segment des Buyout small et mid constitue en particulier un espace convaincant auquel s'exposer, avec un univers d'opportunités d'investissement large et profond, une économie de transaction attractive et des avantages structurels liés à des entreprises présentant un potentiel supérieur de croissance transformationnelle et une tendance à davantage de résilience en période d'incertitude et de volatilité des marchés.

Nos prévisions suggèrent que le marché des investissements de continuation pourrait, au total, être multiplié par plus de quatre d'ici 2034, atteignant plus de \$300 milliards de valeur de transactions annuelle – avec des scénarios bas et haut indiquant que le marché triplerait au minimum, et pourrait connaître une expansion encore plus importante, jusqu'à 6x des niveaux actuels. Le financement de cette croissance – et une dépendance clé quant à l'ampleur qu'elle atteindra – repose sur la multiplication des grands gérants de Buyout et des acteurs du secondaire lançant des stratégies dédiées aux fonds de continuation, ce qui devrait à son tour alimenter une innovation continue sur les investissements de continuation.

Annexe 1 : Prévisions de croissance des investissements de continuation

Notre prévision de long terme pour le marché des fonds de continuation repose sur l'estimation de la croissance de la NAV du PE (la base d'actifs de l'industrie), de l'ampleur des distributions de la NAV de départ chaque année (la valeur qui sort), et de la proportion des distributions qui sera attribuable aux investissements de continuation.

Nous ajoutons ensuite une hypothèse sur les nouveaux capitaux investis, basée sur des moyennes extrapolées de l'écart entre la valeur de sortie des Buyout et la valeur totale des transactions enregistrées pour les investissements de continuation au cours de la dernière décennie, afin d'obtenir une estimation du volume total de marché.

Scénario pessimiste : le marché triple de taille

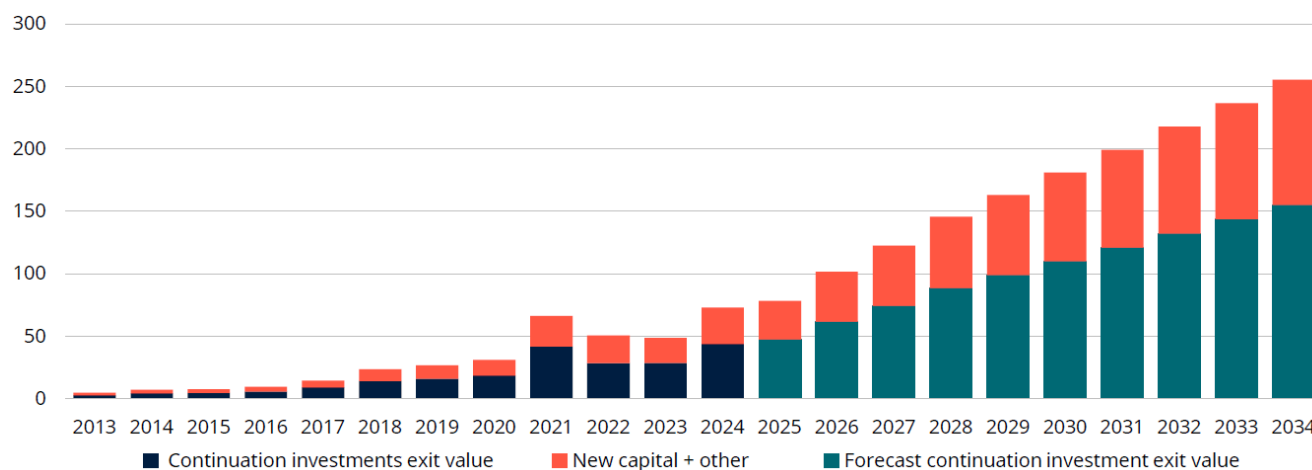
Ici, nous avons utilisé une estimation très prudente de la croissance de la NAV du PE, de 5% – un peu plus d'un tiers de l'estimation du fournisseur de données Preqin. Pour les performances du marché, nous avons supposé un retour linéaire à 20% de distributions de la NAV de départ chaque année, en dessous de la moyenne de long terme d'environ 25%, d'ici 2028 – puis un maintien à ce niveau par la suite.

Nous avons ensuite appliqué notre estimation de la part des distributions attribuable aux investissements de continuation, fondée sur notre modèle prédictif qui prolonge la croissance observée sur les 10 dernières années jusqu'à un point de saturation à 13% d'ici 2045. Plus précisément, nous avons utilisé une fonction sigmoïde pour notre prévision de pénétration de marché afin de refléter la dynamique d'adoption en « courbe en S » dans les marchés privés – une adoption initiale lente, suivie d'une accélération, puis d'un plateau. Le plateau à 13% est très prudent comparé à la limite supérieure de 31% que nous avons dérivée dans l'analyse ci-dessus.

Le résultat est visible dans le graphique ci-dessous. Après ajout de l'estimation des nouveaux capitaux investis, le volume total projeté des transactions sur le marché dépasse \$250 milliards d'ici 2034, soit une hausse de plus de trois fois par rapport aux ~\$70 milliards observés en 2024.

Figure 13 : Prévision de scénario pessimiste pour la croissance du marché des investissements de continuation

Montant (en milliards de dollars)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Pitchbook, Preqin, Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard, PJT, Schroders Capital, 2025. Inclut les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial, exclut les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. La croissance des investissements de continuation en % des distributions de Buyout est modélisée via une fonction sigmoïde avec un point de saturation à 13% en 2045. Les barres grises montrent l'écart entre la valeur de transaction secondaire rapportée et la valeur de sortie attribuée aux investissements de continuation, dont la moyenne a été appliquée aux prévisions prospectives pour générer une valeur totale prévisionnelle. Hypothèses du scénario bas : croissance de NAV de 5%, taux de distribution revenant à 20% en 2028. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Scénario central : le marché est multiplié par plus de quatre

Il s'agit du scénario décrit dans le corps du document, qui utilise la même estimation de pénétration de marché des investissements de continuation, mais une estimation légèrement plus élevée – bien que toujours prudente – de la croissance de la NAV du PE d'environ 7%, basée sur la moitié de la prévision de Preqin. Il suppose également la même proportion de distributions annuelles de NAV de 20%, atteinte (linéairement) un an plus tôt, en 2027, puis stable ensuite.

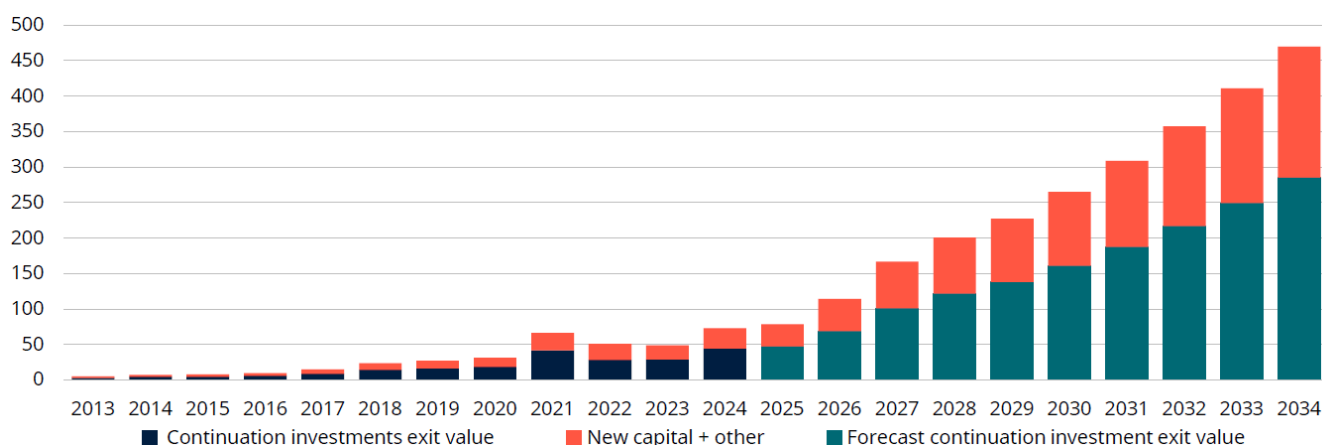
Scénario optimiste : le marché est multiplié par plus de six d'ici 2034

Pour ce scénario, nous avons retenu une part plus élevée (80%) de l'estimation Preqin de croissance de NAV (~14% TCAC) et appliqué 80% du TCAC projeté à partir d'aujourd'hui, pour rester prudents. Nous avons également supposé que les distributions annuelles de la NAV de départ reviennent à 22% d'ici 2027, une valeur légèrement inférieure à la moyenne de long terme de 25%, puis restent stables. La même estimation de pénétration de marché des investissements de continuation est appliquée.

Le résultat est visible dans le graphique ci-dessous, qui montre qu'après ajout de l'estimation des nouveaux capitaux investis, le marché atteint un volume total de \$470 milliards d'ici 2034. Les principaux défis pour la réalisation d'un tel scénario de hausse résident dans le volume de capital coté acheteur disponible pour réaliser des investissements de continuation ; en bref, dans la capacité à lancer suffisamment de nouveaux fonds et à investir les capitaux nécessaires pour concrétiser un tel niveau de flux d'opérations.

Figure 14 : Prévision de scénario haut pour la croissance du marché des investissements de continuation

Montant (en milliards de dollars)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Pitchbook, Preqin, Jefferies, Greenhill, Evercore, Lazard, PJT, Schroders Capital, 2025. Inclut les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial, exclut les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. La croissance des investissements de continuation en % des distributions de Buyout est modélisée via une fonction sigmoïde avec un point de saturation à 13% en 2045. Les barres grises montrent l'écart entre la valeur de transaction secondaire rapportée et la valeur de sortie attribuée aux investissements de continuation, dont la moyenne a été appliquée aux prévisions prospectives pour générer une valeur totale prévisionnelle. Hypothèses du scénario haut : 80% de la croissance de NAV prévue par Preqin jusqu'en 2029 (80% du TCAC ensuite), taux de distribution revenant linéairement à 22% en 2027. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.

Annexe 2 : Flux d'opérations remplacé par les investissements de continuation

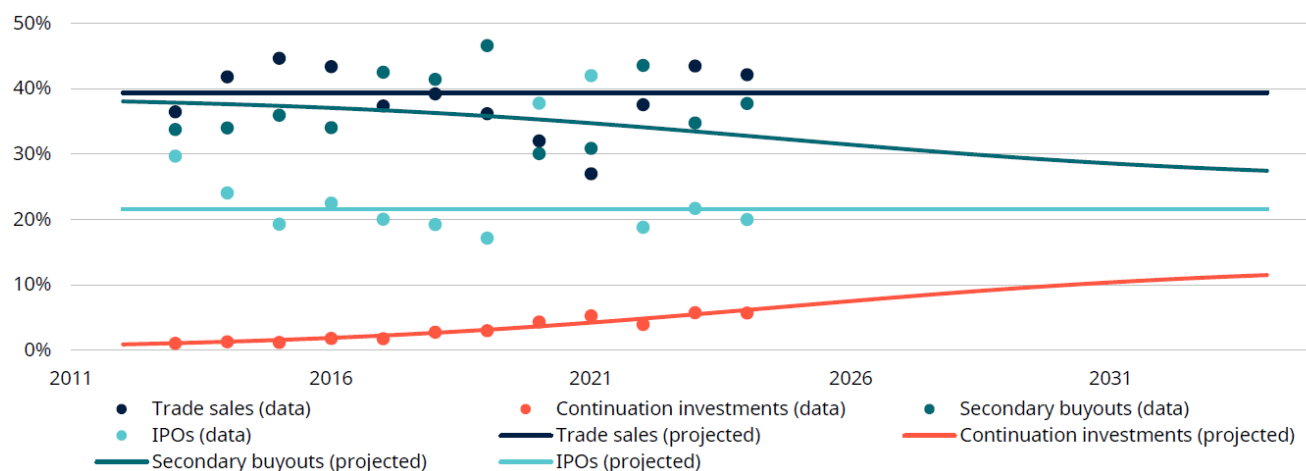
Nous avons expliqué comment les investissements de continuation remplaceront, dans une certaine mesure, les secondary buyouts. Les sociétés de Buyout en portefeuille vendues à d'autres gérants sont, par définition, des candidates aux investissements de continuation, puisqu'il s'agit d'entreprises jugées capables de continuer à croître sous propriété du PE. Les investissements de continuation permettent cela sans changement de propriétaire – et généralement de manière plus efficiente, en termes de coûts, grâce à des frais plus faibles et à un carried interest davantage structuré par paliers.

Nous avons montré que les secondary buyouts ont représenté en moyenne 36% de la valeur de sortie sur les 20 dernières années et près de 38% de la valeur de sortie en 2024. Nous supposons que la part des cessions industrielles (trade sales) et des IPOs dans la valeur de sortie reste stable, faute de tendance observable. Par conséquent, la hausse attendue de la part des investissements de continuation dans la valeur totale de sortie, qui devrait passer de 6,2% en 2024 à 11,5% d'ici 2034 dans notre scénario central, réduira directement la part des secondary buyouts, que nous prévoyons passer de 32,8% en 2024 à 27,5% d'ici 2034. Ces prévisions s'appuient sur des données ajustées du cycle pour les investissements de continuation, représentant la tendance structurelle de long terme.

En pourcentage, cette baisse de 32,8% à 27,5% représente une diminution de 16% de la part de valeur de sortie attribuable à ces transactions. Cette baisse prévue de la part des secondary buyouts en valeur de sortie réduira également directement la part des secondary buyouts en valeur de nouveaux investissements. En considérant que les secondary buyouts représentent environ 50% des investissements pour les Buyout mid et large cap, cela réduira le flux total d'opérations dans ces segments d'environ 8% sur les 10 prochaines années dans notre scénario central, par rapport à un scénario où il n'en serait pas ainsi.

Figure 15 : Évolution prévue des stratégies de sortie en volume

% du total des sorties, en valeur



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire.

Source : Pitchbook, Preqin, Evercore, Lazard, Jefferies, Park Hill, Greenhill, Schroders Capital, 2025. Distributions de Buyout estimées par moyenne des valeurs annuelles issues de Pitchbook et Preqin. Valeur de sortie des investissements de continuation estimée à partir de moyennes annuelles rapportées par Evercore, Lazard, Jefferies et Park Hill, incluant uniquement les stratégies de Buyout et de capital-développement au niveau mondial et excluant les transactions structurées et les engagements non appelés dans les véhicules de continuation. Les données sur les investissements de continuation sont ajustées du cycle. Modélisé via une fonction sigmoïde avec un point de saturation à 13% en 2045. Les autres stratégies de sortie sont modélisées via une régression linéaire, puis renormalisées afin que les secondary buyouts s'ajustent à la projection des investissements de continuation et que les valeurs de sortie par année totalisent 100%. Les prévisions et estimations peuvent ne pas se réaliser. Les opinions exprimées sont celles de Schroders Capital et peuvent ne pas être vérifiées.