

Sociétés de gestion
multi-stratégies



INTÉRÊTS ET
ENJEUX DE LA
MULTI-
STRATÉGIES
EN CAPITAL-
INVESTISSEMENT

SOMMAIRE

1. La multi-stratégies au sein du capital-investissement : évolution récente et modalités	5
A. Un nouveau cycle dans l'émergence des firmes multi-stratégies	5
B. Modalités de création des plateformes de capital-investissement	6
1. Développement par croissance organique ou par croissance externe	7
2. Adjacences ou diversification franche des métiers	8
2. Les bénéfices d'une plateforme multi-stratégies	10
A. Bâtir un projet d'entreprise	10
B. Créer une marque commune	11
C. Renforcer la robustesse de la société de gestion par l'atteinte d'une taille critique	11
D. Répondre aux exigences des clients	12
E. Améliorer les synergies core et fonctionnelles	13
1. Synergies au niveau des équipes d'investissement	13
2. Synergies fonctionnelles	13
F. Offrir un projet d'entreprise aux équipes	15
3. Les principaux enjeux d'une plateforme multi-stratégies	16
A. Le focus	16
B. L'hétérogénéité de la firme diversifiée	17
C. Les enjeux de communication vis-à-vis des LPs	18
D. La gestion du risque systémique	19
E. La gestion des zones de recouvrement et la gestion des conflits d'intérêts	20
F. Les éléments d'intéressement pour conserver la cohérence de l'entreprise diversifiée	23
4. Conclusion	25
5. Remerciements	26

AVANT-PROPOS

LE MODÈLE DE LA MULTI-STRATÉGIES EST-IL EN TRAIN DE S'IMPOSER EN CAPITAL-INVESTISSEMENT ?

Notre métier du capital-investissement connaît une croissance sans précédent depuis près d'une décennie. Le rythme des levées de fonds s'accélère auprès de GPs de plus en plus nombreux et les montants d'investissements issus du capital-investissement continuent de progresser de façon régulière. Ainsi, en 2018, la dernière étude de France Invest a recensé pour le seul territoire français plus de 18,7 Mds€ de capitaux levés (+13% par rapport à 2017) et plus de 14,7 Mds€ investis dans 2200 entreprises (+16% entre 2012 et 2018).

Derrière ces chiffres bruts, il est utile de mieux comprendre l'industrie du capital-investissement qui s'est construite depuis plus de 25 ans et notamment la stratégie de développement des sociétés de gestion. Face à une sollicitation accrue des LPs à la recherche de nouvelles allocations dans cette classe d'actifs et à la nécessité de se structurer en conséquence, certains acteurs du capital-investissement ont décidé de réfléchir de façon approfondie à leur stratégie d'entreprise. A partir de simples équipes d'investisseurs talentueux regroupés autour d'un fonds mono-stratégie, beaucoup d'entre eux ont fait le choix de s'orienter vers de véritables sociétés de gestion de portefeuille diversifiées. Sont ainsi apparues les sociétés de gestion multi-stratégies pouvant offrir différents canaux d'investissement voire différentes classes d'actifs (capital-investissement, infrastructures, dette privée, immobilier, etc) au sein de la même firme.

Certaines de ces entreprises sont devenues de véritables groupes de gestion d'actifs alternatifs gérant des dizaines voire des centaines de milliards d'euros et sont connues désormais dans le monde entier à l'instar de Blackstone, Carlyle, KKR ou Apollo pour prendre des exemples outre-Atlantique. Certaines sont même allées se coter sur le marché financier, comme n'importe quel groupe diversifié offrant un modèle de revenus récurrents, prédictibles et diversifiés.

S'il n'est pas encore certain que ce modèle multi-stratégies soit définitivement en train de s'imposer en capital-investissement, il nous est apparu intéressant d'en analyser la dynamique actuelle, en France évidemment mais aussi dans le monde. Au-delà des chiffres, pourquoi beaucoup de gérants de capital-investissement ont-ils décidé d'accélérer leur développement et la diversification de leur société de gestion alors qu'ils pourraient faire le choix de se concentrer sur leur stratégie historique en se contentant seulement d'accompagner la croissance des actifs sous gestion alloués par leurs LPs sur leur vertical ?

Un tel mouvement qui concerne de nombreuses firmes de capital-investissement n'est pas neutre sur leur organisation, leurs relations commerciales, leurs règles de fonctionnement, leur management voire leur devenir. Décider simplement de multiplier les stratégies d'investissement au sein d'une même entreprise est facteur de risque et peut mener à un véritable manque d'attention sur la performance des stratégies historiques. Il faut donc gérer avec patience et appréciation du risque un tel développement. Nous souhaitons bien sûr mettre en avant les bénéfices que l'on peut extraire d'une telle stratégie de diversification. Nous désirons aussi présenter dans ce guide un certain nombre d'enjeux et de points de vigilance qu'il s'avérerait utile de connaître et d'anticiper pour réussir ce challenge.

Ce guide n'a pas pour ambition de démontrer que la multi-stratégies est l'alpha et l'omega du développement du capital-investissement en France pour nos adhérents. Tous les modèles de développement sont accueillis chez France Invest et l'Association est active pour tous. Ce guide s'apparente à un document à visée pratique recensant les arguments et les enjeux de ce modèle. Il s'adresse aux gérants désireux de réfléchir à leur futur et aux modalités de croissance de leurs activités.

Dominique Gaillard, *Président de France Invest*

Préambule

Lorsque l'on parle de la diversification des sociétés de gestion en capital-investissement, de nombreux mots reviennent : multi-stratégies, plateforme, multi-asset manager alternatif, entreprise d'investissement. Certaines expressions soulignent la diversification recherchée, d'autres la taille critique et la puissance et certaines reflètent enfin une mécanique d'industrialisation de notre métier. Il est vrai que le paysage d'aujourd'hui peut opposer (sur le papier et dans les présentations aux LPs) des acteurs très concentrés autour d'une stratégie précise sans adjacence, ni diversification géographique, à des acteurs parvenus à une organisation complexe et internationale de gestion d'actifs diversifiés. On peut même observer des Asset Managers traditionnels qui, par le biais d'acquisitions, décident d'intégrer à leur « plateforme » des franchises ou business units de type capital-investissement.

Le capital-investissement est donc désormais une classe d'actifs qui peut s'insérer au sein d'organisations diversifiées avec des logiques de création de marque, d'effet d'échelle, de massification des actifs sous gestion, de rapprochement capitalistique, voire de cotation.

Ce mouvement n'est pas récent mais il s'accélère franchement depuis 5 ans sur le territoire français et dans le monde. Les modalités pour constituer ces plateformes diversifiées sont multiples et dépendent bien souvent de la culture d'entreprise des gérants qui entreprennent cette démarche, de leur analyse de leurs forces et faiblesses mais aussi des opportunités et des rencontres d'équipes qui croisent leur route.

Examinons quelle a été la dynamique récente et les différentes modalités qui ont été utilisées pour faire émerger ces plateformes multi-stratégies.



La multi-stratégies au sein du capital-investissement : évolution récente et modalités

A. Un nouveau cycle dans l'émergence des firmes multi-stratégies

Un premier cycle avant 2008-2009

Dans les années 1990, l'abondance de capitaux confiés au capital-investissement crée une première dynamique pour constituer de véritables acteurs diversifiés dans cette classe d'actifs. De nombreux acteurs notamment américains décident alors de proposer à leurs LPs qui les finançaient avec succès sur une stratégie précise, de nouveaux champs d'intervention regroupés au sein de la même société de gestion.

Le premier mouvement fut géographique avec la volonté notamment des fonds buyout américains d'ouvrir des bureaux et des fonds spécifiques en Europe et, à partir des années 2000, en Asie. Le second mouvement consista à créer des équipes chargées de gérer des stratégies, soit adjacentes au fonds original (ex : mid caps vs large caps), soit totalement alternatives comme des fonds immobiliers, des fonds de dette privée, des fonds infrastructures et/ou des hedge funds.

Ainsi, un certain nombre de firmes profitèrent de la forte croissance du capital-investissement dans les années 2000 (levées de fonds importantes, taille grandissante des opérations, croissance des équipes de gestion) pour construire de véritables asset managers de l'alternatif. C'est à cette époque qu'émergèrent, de façon impressionnante, des firmes comme Blackstone, Carlyle, KKR ou Apollo, présentes sur tous les continents et sur des stratégies multiples gérées par des équipes distinctes sous une marque ombrelle. Au-delà de ces exemples de taille importante, de nombreuses firmes plus petites optèrent elles aussi pour une diversification progressive aux Etats-Unis puis en Europe.

Cette première période a probablement permis de tester de nombreux modèles mais la crise de 2008-2009 a conduit à une certaine remise en cause d'une diversification rapide et parfois fragile. Confrontés à des stratégies en taille sous-critique ou à des performances sous-jacentes décevantes, certains acteurs diversifiés ont subi un ralentissement fort des levées auprès des LPs. Cela les a amenés à se questionner sur l'éparpillement apparent de leurs stratégies et à prendre, pour un certain nombre d'entre eux, la décision de se reconcentrer sur leur « core business » et leur fonds principal.

Ainsi, le « *Global Private Equity Report 2018* » de Bain & Company montre, qu'après une forte diversification géographique et sectorielle, les fonds de buyout américains ont réagi à la crise de 2008-2009 en fermant résolument des stratégies de diversification (plus de 65% de l'échantillon étudié ayant décidé de fermer au moins une classe d'actifs). Les principales raisons invoquées étaient alors le manque de rentabilité des nouvelles initiatives, la dispersion de l'équipe de gestion par rapport au fonds principal et des performances décevantes. Avec la crise de 2008-2009, ce premier cycle de diversification avait démontré que la seule multiplication des activités au sein d'une même firme ne suffisait pas à fonder un business model pérenne dans la multi-stratégies.

Un second cycle post-crise qui s'accélère depuis 5 ans

On peut estimer que deux facteurs ont à nouveau joué dans la reprise du mouvement de plateformes diversifiées après la crise de 2008-2009 : la croissance à nouveau très forte des levées de fonds en faveur du capital-investissement et la nécessité pour un certain nombre de gérants de présenter un modèle de croissance et de rentabilité récurrentes pour valoriser leur société de gestion et en assurer la pérennité.

La masse des capitaux levés depuis 5 ans dans le monde du capital-investissement a conduit les GPs à imaginer des moyens pour accueillir ces fonds, sans modifier de façon majeure leur stratégie principale avec des tailles de fonds difficiles à maîtriser. Pour cela, il leur est apparu nécessaire de proposer à leurs clients LPs des stratégies complémentaires permettant d'absorber l'afflux excédentaire de capitaux à destination de l'industrie.

Par ailleurs, une partie des gérants de capital-investissement qui avaient fondé leurs firmes dans les années 2000 se trouvait actionnaire de sociétés de gestion devant assurer une transition managériale, attirer des nouveaux talents et valoriser leur patrimoine professionnel. Pour assurer la vente (minoritaire ou majoritaire) ou la cotation de leur société de gestion dans des conditions favorables, beaucoup d'entre eux décidèrent alors de constituer des plateformes plus robustes, plus puissantes en termes d'actifs sous gestion et d'équipes et enfin plus diversifiées. De simples *partnerships* destinées à optimiser la gestion d'un fonds principal, ces structures sont peu à peu devenues aux États-Unis, et plus récemment en Europe, des sociétés de gestion à part entière, dotées de l'ensemble des ressources nécessaires pour conduire un tel plan de développement.

Quelques chiffres aux États-Unis et en France témoignent de cette évolution.

Comme le montre le « *Global Private Equity Report 2018* » de Bain & Company, depuis 2007, le nombre moyen de stratégies de capital-investissement au sein de 88 firmes de buyout américaines est passé de 2,2 en 2007 à près de 4 en 2018.

En France, l'étude sur la « *Transformation de l'Industrie du Private Equity* » menée par Bpifrance et Roland Berger en février 2018 a montré que le développement des plateformes de gestion est une caractéristique majeure de la période 2007-2017. Ainsi près de 40% des sociétés de gestion partenaires (en relation d'affaires avec BPI) ont développé une stratégie de plateforme multi-produits. De nombreux témoignages recueillis à l'occasion de cette étude montrent que beaucoup d'acteurs ont décidé d'évoluer vers une diversification rapide, soit par développement de nouveaux métiers (capital-investissement, dette privée, infrastructure, immobilier), soit par ajout sur des nouveaux segments (small, middle, large).

B. Modalités de création des plateformes de capital-investissement

Les principales conclusions présentées dans ce guide reposent sur l'analyse des réponses à un questionnaire soumis à une dizaine d'acteurs du capital-investissement lors d'entretiens. L'échantillon représentait des acteurs ayant constitué avec succès des sociétés de gestion multi-stratégies et présentant un profil varié.

Nous avons mené des interviews auprès de différents acteurs qui ont constitué avec succès des sociétés de gestion multi-stratégies. Leur profil est varié : acteur devenu international comme Ardian, opérateur régional comme Sofimac, firmes nationales.

Premiers constats préliminaires : la manière d'approcher la stratégie de plateforme et sa mise en pratique sont très diverses.

Elles dépendent souvent de :

- la culture d'entreprise de la société de gestion ;
- l'ambition particulière des dirigeants ou du groupe d'associés fondateurs ou repreneurs, portant une vision novatrice et volontariste du métier ;
- la rencontre avec de nouvelles équipes désireuses de rejoindre un projet déjà constitué ;
- des dialogues réguliers avec leurs clients investisseurs qui challengent la taille ou la dynamique interne de la société ;
- des circonstances de marché qui permettent une accélération soudaine sur une classe d'actifs donnée.

Les sociétés de gestion interrogées ont adopté des modèles différents de diversification fondés sur des paramètres variables :

- la proximité des nouvelles stratégies avec les fonds initiaux ;
- les tailles des adjacences choisies ;
- les manières de constituer des équipes d'investissement nouvelles autour de ces projets ;
- les modalités capitalistiques d'intégration des équipes.

On peut néanmoins distinguer plusieurs modèles de développement de plateforme.

1. DÉVELOPPEMENT PAR CROISSANCE ORGANIQUE OU PAR CROISSANCE EXTERNE

a – Le modèle de croissance organique

Pour certaines firmes, le modèle de développement a été essentiellement centré autour de la constitution d'équipes internes complémentaires qui ont entrepris de lever des fonds sur des thématiques nouvelles. Poussés par des LPs à la recherche d'un nouveau thème ou sollicités par des équipes internes souhaitant s'investir dans un nouveau projet, ces sociétés ont laissé prospérer, voire ont encouragé, ces projets de diversification.

Ardian a ainsi fondé son développement sur un modèle principalement organique de diversification où, au sein des fonds directs, la firme a fait le choix d'assembler des équipes internes autour de thèmes nouveaux et de les lancer avec l'aide de leurs principaux LPs historiques.

De même, le modèle de développement d'Omnes Capital a été nativement un modèle organique lors de sa période de détention par le Groupe Crédit Agricole (CLAM puis CAPE) et a continué à l'être après son spin-off pour créer Omnes Capital en 2012. Dans une logique de plateforme, Siparex a diversifié son offre equity en développant une activité mezzanine en 2015 et constitué depuis lors une équipe de 4 personnes.

Si la société de gestion ne dispose pas d'une équipe complète en interne, une chasse de tête permet alors de compléter les membres de l'équipe de gestion et de présenter un projet complet aux clients de la société de gestion. Très souvent, sur la base d'un groupe minimum d'associés et de quelques collaborateurs supplémentaires, la société de gestion met en place une équipe suffisante pour démarrer son projet de *fund raising* autour du nouveau fonds.

Ce type de développement s'avère généralement plus long que la croissance externe. Démarrant sur des tailles de fonds limitées, il nécessite d'être patient et de construire la diversification millésime après millésime. Au départ, ces nouvelles initiatives sont peu rentables voire consomment de la trésorerie et de la rentabilité d'exploitation car l'équipe doit être constituée avant la levée du premier fonds. Ce n'est bien souvent qu'à partir du 2^e millésime voire du 3^e que la nouvelle activité apporte de la contribution économique à la société de gestion.

En revanche, elle présente les avantages suivants : une intégration des nouvelles équipes progressive et facilitée, une atténuation des chocs de culture lorsque le métier développé est différent du socle historique de la société de gestion, une capacité à attirer au départ un nombre restreint de professionnels pour ensuite monter en puissance au moment du *fund raising* ; enfin, une certaine capacité à gérer les risques d'exécution, en interrompant si nécessaire le projet en cas de difficultés de *fund raising* ou de greffe, sans avoir à subir une perte en capital significative.

b – Le modèle de croissance externe

L'acquisition de sociétés de gestion ou de fonds de commerce autour d'une stratégie spécifique est une modalité fréquente pour faciliter une diversification rapide et la constitution d'une plateforme multi-stratégies.

Ces opportunités sont souvent générées par les contextes suivants :

- des équipes établies mais cherchant à consolider leur marché pour constituer un acteur significatif en termes d'actifs sous gestion ;
- des sociétés de gestion de plus petite taille cherchant un adossement et apportant des spécialités nouvelles ;
- une équipe ayant à gérer des problèmes de succession ;
- une équipe sans avenir réel au sein d'une entité plus importante (changement de stratégie de l'actionnaire majoritaire) ;
- des opérations de fonds de fonds secondaires entraînant le transfert concomitant d'équipes pour assurer la continuité de gestion des participations résiduelles ;

Par le passé, ces modèles de croissance ont souvent pris la forme de rachats de fonds de commerce (équipe et contrats de gestion) avec l'accord des LPs (Ex : TCR chez Abenex, ActoMezz chez Andera). Néanmoins, on voit aujourd'hui une accélération des rachats de sociétés de gestion complètes qui sont ensuite conservées en l'état (Ex : l'dinvest et MCH chez Eurazeo, Access Capital Partners chez Alantra, iSource chez Sofimac, EPF chez Apax Partners).

Ces types d'opérations présentent les avantages de la rapidité et très souvent de l'atteinte immédiate ou rapide d'une véritable taille critique sur l'entité acquise. Ils peuvent aussi permettre d'embarquer au-delà de l'équipe de gestion des ressources complémentaires de back et de middle-office qui viennent compléter le dispositif de la société acquéreuse.

Néanmoins, le risque de greffe d'équipes complètes acquises à travers une entité ayant un historique particulier et peinant à se fondre dans la culture de l'acquéreur peut conduire à des situations instables.

c – Des modèles mixtes au gré des opportunités de cessions ou des opérations secondaires

Les exemples récents montrent que l'on peut aussi mixer les approches de diversification en s'appuyant à la fois sur un noyau existant au sein de la société de gestion et sur une opportunité d'intégration d'une activité externe. Les opérations secondaires génèrent parfois ce type de mouvement car il s'avère nécessaire le plus souvent d'intégrer des équipes pour le suivi du portefeuille racheté.

On peut ainsi illustrer cette approche par le rachat par Bridgepoint d'Edmond de Rothschild Capital Partners en 2014 : Bridgepoint avait initié une activité mid-market à travers Bridgepoint Development Capital (BDC) en constituant un noyau d'équipe à partir de 2013/2014 mais, suite au rachat d'EdRCP (portefeuille et équipe de 5 personnes), la société de gestion a fortement accéléré son déploiement français dans cette classe d'actifs. Ainsi, cette acquisition complémentaire a permis de renforcer de manière rapide et définitive la légitimité de Bridgepoint sur ce segment. Notons enfin le rachat de XAnge, équipe de Venture Capital spécialisée sur le digital, par Siparex en 2015 pour étoffer son activité innovation.

2. ADJACENCES OU DIVERSIFICATION FRANCHE DES MÉTIERS

Sur le marché français, nous pouvons observer aujourd'hui deux modèles distincts : **i)** la diversification par des ajouts proches du cœur de métier initial et **ii)** la diversification répondant à une volonté d'ouvrir sur des métiers nouveaux, dépassant même parfois la frontière du capital-investissement stricto sensus.

D'un point de vue stratégique, ces deux mouvements ne s'opposent pas mais obéissent à des logiques différentes.

- **Diversification franche autour de nouveaux métiers**

Comme nous l'avons écrit plus haut, le premier cycle de diversification des années 90 et 2000 a porté sur l'ouverture de métiers distincts de l'investissement en capital dans les sociétés non cotées. Immobilier, infrastructure, dette privée ou hedge funds ont ainsi été peu à peu ajoutés et développés au sein de firmes de capital-investissement. Dans le second cycle, on observe une forte résurgence de ce modèle avec les grands acteurs américains multi-spécialistes mais aussi certains acteurs français comme Ardian, Tikehaou ou Eurazeo. Ces opérateurs connaissent aujourd'hui une croissance forte de leurs actifs sous gestion et attirent de nombreuses équipes pour développer de nouvelles classes d'actifs.

Cette logique d'asset manager alternatif a permis une internationalisation rapide, des levées de fonds de taille significative et la constitution d'une organisation interne très étoffée afin de gérer les différentes familles de produits, le business développement et la croissance des actifs et de mieux prendre en compte les thématiques relatives à la réglementation et à la conformité. Ces entreprises se présentent alors comme des gestionnaires d'actifs complets, à même de fournir à tout moment à leurs investisseurs des produits de millésimes différents, de géographies variées et moins sensibles au cycle pur du capital-investissement.

- **Les adjacences métiers**

Une autre approche semble également bénéficier d'une belle dynamique de *fund raising* et de montée en puissance de certains acteurs : à partir de l'expertise liée à son cœur de métier historique, la société de gestion décide de développer peu à peu des segments complémentaires sur lesquels les synergies d'investissement pourront continuer à jouer.

La plupart des acteurs interviewés dans ce segment insistent sur leur volonté de croître en termes d'actifs sous gestion autour de thèmes d'investissement maîtrisés par les équipes en place et ce afin de ne pas perdre de vue l'enjeu de performance sur toute nouvelle activité lancée, le leitmotiv étant de « continuer à investir dans un environnement que l'on connaît bien ».

Dans ce cadre, les principaux mouvements de diversification observés sont les suivants :

- dans une activité généraliste, créer des fonds sur des tailles de marché différentes tout en restant dans l'equity. L'exemple le plus courant est la création de compartiment mid caps et/ou small caps lorsqu'on est un acteur historique du large caps ou du upper-mid caps. Ex : Abenex small caps créé par Abenex, BDC créé par Bridgepoint, Cabestan créé par Andera Partners ;
- dans une activité de spécialité, créer des fonds présents sur la chaîne de valeur et les différents cycles d'investissement. En Sciences de la Vie notamment, on voit émerger des modèles de fonds venture qui agrègent désormais d'autres spécialités. On peut ainsi citer l'évolution de Sofinova Partners qui, aux côtés du fonds flagship Sofinova Capital 9 a créé i) Sofinova Cross-over afin d'accompagner ses participations biotech lors de la cotation sur le marché ou lors de leur passage de l'Europe vers les États-Unis, ii) un fonds incubateur, et enfin iii) un fonds Seed pour l'Italie. Dans une activité régionale, on peut observer aussi un mouvement de diversification de deux ordres : i) l'ouverture de territoires connexes pour mieux servir le tissu de PME/ETI à l'instar de Sofimac qui a ouvert de nombreux bureaux en région au fur et à mesure de son développement, ii) la création de fonds régionaux et thématiques dédiés afin de créer un écosystème favorable au développement économique avec les acteurs locaux (banques, collectivités territoriales, entrepreneurs, investisseurs privés) : le Groupe Siparex a ainsi développé de nombreuses initiatives locales permettant de répondre à ces enjeux particuliers ;
- enfin, on peut citer une logique de diversification axée sur la connaissance particulière des investisseurs, notamment privés/retail. On observe de nombreuses diversifications opérées en fonction de la base de clientèle des sociétés de gestion. Pour certaines, spécialistes de fonds fiscaux (FCPI, FIP, holdings ISF) très orientées sur la distribution auprès de clients retail, la logique a été de bénéficier de ce savoir-faire de distribution et de gestion de produits complexes pour développer des thématiques nouvelles. Ainsi A Plus Finance, société issue du pur retail venture a décidé peu à peu à se diversifier en s'orientant vers de nouveaux produits retails comme les Sofica (financement du cinéma) ou des OPCI.



Les bénéfices d'une plateforme multi-stratégies

Au travers des interviews réalisées, nous avons recensé les principaux arguments en faveur de la multi-stratégies. Les gérants interrogés croient sincèrement dans ce modèle de croissance, même s'ils n'éluent pas les difficultés liées à la gestion d'équipes exigeantes et parfois instables au sein d'un même projet d'entreprise. Bâtir le projet d'entreprise est la première raison systématiquement invoquée pour décrire ce mouvement opéré par la diversification.

A. Bâtir un projet d'entreprise

Dans les métiers du capital-investissement, il n'est pas certain que nous ayons toujours affaire à de véritables entreprises dotées d'une stratégie complète et de l'ensemble des ressources nécessaires pour la réaliser. Le modèle initial porte souvent sur le tryptique « *one fund-one management company-one team* » dans une logique de partnership de fondateurs autour d'un produit phare. Ce modèle très focalisé sur l'outil de fonds d'investissement laisse peu à peu la place à des discours sur l'émergence de véritables sociétés d'investissement (on bannit alors le mot de gestionnaire de fonds) disposant d'un projet d'entreprise.

Ce projet d'entreprise est décliné autour des notions suivantes :

- l'activité de gestion ne s'arrêtera pas au départ à la retraite des fondateurs ; il faut assurer la pérennité des équipes au sein de l'entreprise ;
- une entreprise doit éviter, si possible, la mono-activité qui la rend vulnérable en cas de mauvaise performance ou de retournement de cycle sur la spécialité choisie ;
- une entreprise doit avoir une véritable stratégie de croissance et de développement pour permettre aux équipes présentes de se nourrir de projets nouveaux mais aussi pour continuer à attirer des talents externes ;
- les nouvelles générations ne se satisfont plus d'une simple logique de gestion de fonds et veulent plus de sens ;
- une entreprise doit disposer de ressources supplémentaires au-delà du minimum requis dans nos métiers que sont les équipes d'investissement ; désormais, sans les autres fonctions de management et de support, il est plus compliqué d'envisager la pérennité de l'entité économique créée ainsi que de son développement international.

Autrefois, l'effort de réflexion des gérants portait sur la stratégie d'investissement de fonds spécifiques. Aujourd'hui, on constate, pour la plupart d'entre eux, une réflexion régulière menée avec leurs différents associés sur le devenir de leur société de gestion et sur les pistes de développement. C'est à l'occasion de séminaires stratégiques dédiés, que les équipes décident d'introduire et de tester de nouvelles initiatives de développement.

Ainsi, la diversification et l'objectif d'édifier une plateforme multi-produits donnent une dynamique humaine nouvelle à des GPs auparavant centrés principalement sur les problématiques de gestion de fonds.

B. Créer une marque commune

Autrefois, centré sur des petites équipes agiles et reposant fortement sur *l'intuitu personae*, notre métier évolue vers des sociétés de gestion dotées d'une véritable marque. Dans un contexte de compétition exacerbée et d'afflux de capitaux, il est de plus en plus difficile de se différencier au sein d'une classe d'actifs. Certes, les équipes continuent à impacter fortement les dynamiques concurrentielles mais les entrepreneurs et les LPs sont de plus en plus sensibles à la dynamique de la société de gestion qui accueille le fonds candidat.

C'est pourquoi, l'installation d'une marque reconnue, pérenne, symbole de puissance et/ou de réseaux, garante d'une méthodologie d'investissement et de reporting, permet d'améliorer son avantage concurrentiel. Les gérants interrogés sont assez catégoriques sur cette dynamique à travers plusieurs exemples :

- avec la multi-stratégies, les équipes disposent d'opportunités de communiquer plus régulières et peuvent réellement installer une marque à travers les nouvelles opérations, les levées de fonds, les arrivées de nouvelles équipes ou la mise en place de dispositifs à valeur ajoutée (digitalisation, operating partners) ;
- à travers un travail plus précis sur la communication, les équipes peuvent contribuer à créer une identité institutionnelle forte pour la société de gestion qui lui permettra d'être reconnue et accompagnée par les principaux investisseurs institutionnels mais aussi les investisseurs privés sensibles au phénomène de marque ;
- la multi-stratégies donne une image de puissance et de solidité à travers la croissance des actifs sous gestion, l'établissement de bureaux en région ou à l'étranger, le nombre de participations détenues à travers toutes les stratégies ;
- enfin, elle améliore l'image de compétences spécifiques à travers la connaissance sectorielle ou des spécialités intéressantes pour les entrepreneurs (fonds spécialisés venture pour la digitalisation, connaissance immobilière à travers un fonds dédié). Cette image de compétences à travers la multiplicité des activités permet ainsi de rehausser l'image de marque globale au bénéfice de tous.

Force est de constater aujourd'hui que les exemples de plateformes comme Blackstone, Carlyle, KKR et, plus proches de nous, comme Ardian, Tikehau ou Eurazeo-Idinvest ont réussi à imposer des marques fortes au sein de l'écosystème du capital-investissement mais aussi au-delà, et à devenir de véritables acteurs économiques reconnus en tant que société de capital-investissement.

C. Renforcer la robustesse de la société de gestion par l'atteinte d'une taille critique

Les sociétés de capital-investissement sont confrontées à des enjeux de solidité et de robustesse de leur business model fondé sur des commissions de gestion prélevées sur les fonds. Ainsi, les revenus d'une société de gestion sont directement dépendants de l'assiette de commissions de gestion et donc de la taille des fonds sous gestion.

Sur une mono-stratégie, en cas de mauvaise performance ou de retournement de cycle, les gérants sont confrontés au risque de ne pas lever de nouveaux fonds ou d'avoir des actifs en décroissance par le double effet d'une moindre collecte et de l'attrition des actifs gérés par le biais des cessions de portefeuille. Certaines sociétés de gestion particulièrement performantes tentent néanmoins de préserver ce modèle unique en accroissant régulièrement la taille de leur fonds (exemple d'Astorg en buyout ou de Keensight en growth). Pour beaucoup d'autres gérants, la possibilité d'augmenter significativement la taille des actifs sous gestion est moins évidente et elle implique, le cas échéant, un risque de « sortir » de sa stratégie d'investissement au détriment éventuel de la performance.

C'est pourquoi un grand nombre d'entre eux a décidé de conserver une taille maîtrisable sur les fonds historiques, tout en ouvrant de nouvelles poches de gestion sur d'autres thématiques. Cela permet de créer :

- une assiette de commissions suffisamment large pour générer des revenus réguliers ;
- une diversification du risque de mono-stratégie ;
- une dynamique de renforcement de la société de gestion par des recrutements complémentaires et des investissements nécessaires.

L'atteinte d'une taille critique qui pousse de nombreuses sociétés de gestion à tenter de dépasser le milliard d'euros sous gestion en France reste donc un des objectifs majeurs de la diversification. Cette taille critique permet de rassurer les investisseurs sur la stabilité de l'entreprise et sur la pérennité et la diversité de ses revenus.

Elle permet aussi d'avoir accès à l'international et d'attirer des investisseurs institutionnels étrangers réticents à investir dans des fonds de « trop petite » taille par rapport à leur ticket d'investissement moyen.

Que permet la taille critique aujourd'hui ?

- de sortir de contextes de sociétés de gestion à l'équilibre qui sont moins agiles et plus faibles économiquement ;
- de continuer à attirer des équipes compétentes qu'il est nécessaire de mieux payer dans un contexte tendu de compétition pour attirer des talents dans le capital-investissement (concurrence des banques d'affaires, des start-ups, etc.) ;
- de dégager des ressources excédentaires pour investir dans les fonctions back-middle et front-office, exigées par le régulateur et les investisseurs ;
- de mettre en place des outils et des programmes d'investissement sur des fonctions devenues essentielles (CRM, ESG, reportings, services d'analyse de données, digitalisation, etc.).

Le métier du capital-investissement est devenu complexe et en interaction avec de nombreuses contreparties (LPs, salariés, régulateur, sociétés du portefeuille, entrepreneurs, journalistes, etc.). Pour bâtir la réponse spécifique à chacune d'entre elles, il est désormais nécessaire de rassembler les ressources financières et humaines ; la multi-stratégies constitue un élément de réponse efficace à cette complexité croissante.

D. Répondre aux exigences des clients

Au-delà de la volonté des gérants, il apparaît que les investisseurs, notamment institutionnels, ont fortement contribué à la structuration de plateformes multi-stratégies. Certains, comme la BPI en France, ont communiqué officiellement autour de leur volonté de favoriser l'émergence d'acteurs diversifiés et solides (voir l'étude sur « *La Transformation de l'Industrie du Capital-investissement* » par Bpifrance/Roland Berger, février 2018). Au-delà de ces annonces publiques, la plupart des gérants interrogés insistent sur le fait qu'à l'occasion des diligences réalisées sur leurs fonds en cours de levée, les enjeux de diversification et de taille critique sont systématiquement évoqués par les LPs.

Quelles sont les raisons principales invoquées ?

- le souhait d'investir dans un fonds géré par une société de gestion pérenne et dynamique ; la faiblesse économique d'un GP peut en effet conduire à un effritement des équipes et à des départs dommageables pour la performance du fonds sélectionné. Ainsi, de nombreux investisseurs veulent désormais comprendre lors de leurs diligences si les gérants en *fund raising* entendent bâtir une firme à long terme. Trois sujets sont régulièrement abordés : **i)** la société de gestion a-t-elle une vision stratégique de sa croissance long terme (quelles spécialisations, quelles modalités d'expansion, quelles géographies ?), **ii)** la société a-t-elle les moyens financiers de ses ambitions (taille critique, rentabilité de la société de gestion, modèle économique), **iii)** et, enfin, a-t-elle une vision claire des autres acteurs clés de pérennité tels que la future gouvernance en cas de succession, l'évolution du capital dans la durée, les modèles de répartition du carried interest ?
- la volonté de limiter le nombre de relations ouvertes avec des GPs. De nombreux LPs sont confrontés à des portefeuilles très larges de GPs (spécialités et géographies larges), la gestion d'une telle masse de relations et d'informations leur est de plus en plus complexe. Un grand nombre d'entre eux décident désormais de concentrer leurs investissements sur des GPs connus de longue date, avec lesquels s'est nouée une relation de confiance et proposant un niveau de reporting satisfaisant. Les LPs privilégient donc aujourd'hui des investissements complémentaires dans des sociétés de gestions connues plutôt que d'ouvrir une relation avec une nouvelle équipe mono-stratégie.
- par ailleurs, la taille du ticket moyen de la part des LPs a cru progressivement ; ces derniers privilégient désormais des sociétés de gestion capables de leur offrir des produits de taille significative sur différentes classes d'actifs, tout en respectant leur ratio d'emprise.
- enfin, il est intéressant de constater que le capital-investissement est devenu un métier d'offres. Les produits sont devenus multiples, les stratégies se raffinent dans un contexte de concurrence forte, les anciens modèles de fonds généralistes ont plus de mal à convaincre des investisseurs institutionnels et privés à la recherche de nouveautés. Par ailleurs, les contextes fiscaux et juridiques qui impactent la structuration des produits nécessitent d'avoir des ressources internes ou externes très compétentes pour gérer une complexité grandissante. Dans ce cadre, les LPs privilégient aujourd'hui l'approche de sociétés de gestion capables de concevoir des produits capital-investissement ad hoc au sein d'un portefeuille d'activités diversifiées. Ainsi, être en capacité de proposer de façon

régulière différents produits permet d'entretenir un dialogue constant avec les investisseurs, d'être à l'écoute de leurs besoins et de s'adapter rapidement à leurs contraintes (déploiement, rendement vs. plus-value, fiscalité, structure de commissions, momentum de levée, durée d'investissement, etc.).

E. Améliorer les synergies core et fonctionnelles

Les gérants mettent en avant l'intérêt des synergies opérationnelles générées par la constitution d'une plateforme. Une analyse plus fine révèle que les acteurs recherchent deux niveaux principaux de synergies : **i)** les synergies au niveau des équipes d'investissement et **ii)** les synergies fonctionnelles au sein de la société de gestion.

Il est intéressant de constater que toutes les stratégies de diversification ne permettent pas de répondre à ces deux enjeux. En cas de diversification forte vers de nouveaux métiers comme l'immobilier, l'infrastructure ou la dette privée, les synergies fonctionnelles seront principalement recherchées et mises en avant. A *contrario*, on pourra considérer la faible synergie au sein des équipes d'investissement de plateformes très diversifiées comme un risque et un point de vigilance. Par ailleurs, si les ajouts permettent de créer des liens forts de collaboration entre les équipes d'investissement, les synergies fonctionnelles sont bien sûr présentes mais ont parfois moins d'impact, surtout quand les enjeux de taille ou de business model sont très différents (exemple de l'approche régionale parfois difficile à concilier avec des fonds nationaux ou internationaux).

1. SYNERGIES AU NIVEAU DES ÉQUIPES D'INVESTISSEMENT

La constitution de plateformes autour d'ajouts permet de développer des synergies particulièrement intéressantes :

- sourcing commun par des équipes positionnées sur différents segments de marché (Ex : mid caps et small caps ; approches régionale et nationale ; dette sponsorless et equity) ;
- maillage plus complet du marché par les différentes équipes, capacité à interagir avec des entrepreneurs, des intermédiaires, des partenaires qui comprennent que, les acteurs multi-stratégies apportent des solutions variées et des outils pour tous ;
- apport de compétences spécifiques liées à un métier aux autres activités (Ex : Equipe Venture IT au profit des équipes généralistes dans le cadre de projets de digitalisation ; équipe Venture Bio dans l'accompagnement des sociétés lorsqu'elles deviennent cotées avec un fonds cross-over ; dynamique de négociation sur des enjeux de dette par une équipe dette au profit d'une équipe equity ; utilisation du savoir-faire d'une équipe de retournement sur des accidents de portefeuille) ;
- connaissance sectorielle accrue par l'effet portefeuille présent et passé ;
- meilleure connaissance de l'historique des entreprises financées via différents angles d'analyse des équipes ;
- continuité de financement sur des entreprises qui se développent et qui restent des cibles intéressantes à différents stades de leur développement et qui peuvent correspondre à des fonds particuliers ;
- capacité à anticiper les retournements de cycles et les signaux faibles en raison d'un portefeuille élargi sur plusieurs stratégies.

2. SYNERGIES FONCTIONNELLES

La constitution d'une plateforme d'actifs en capital-investissement permet également de répondre aux exigences du marché en termes d'organisation des fonctions supports. Aujourd'hui, les sociétés de gestion doivent en effet s'équiper de l'ensemble des fonctions nécessaires à la gestion et au développement des fonds et doivent en particulier intégrer les principales fonctions suivantes :

- Relations Investisseurs,
- Communication et Marketing,
- Back et middle office,
- Direction financière,
- Juridique/Secrétariat général,
- Informatique et et sécurité des systèmes d'information,
- Ressources Humaines,
- Conformité et Contrôle des risques,
- ESG,
- Digitalisation.

Il y a encore quelques années, beaucoup de ces fonctions étaient soit assurées à temps partiel par des partners des fonds, soit externalisées, soit contractualisées de façon temporaire (exemple du *fund raising* externalisé). Cette situation a fondamentalement évolué car les gérants veulent maîtriser de façon plus directe leur développement, tout en continuant à se concentrer sur l'activité d'investissement. Par ailleurs, les LPs et les régulateurs souhaitent que ces sociétés de gestion qui lèvent des capitaux importants bénéficient d'une structure professionnelle pour les levées de fonds et la gestion de la toute la chaîne de valeur, en particulier pour répondre aux exigences **(i)** de transparence et de reporting aux investisseurs et **(ii)** d'AML et de KYC.

Pour des sociétés de gestion mono-stratégie, la faible mutualisation de certaines de ces tâches fonctionnelles entraîne une renonciation à certaines fonctions internalisées, ou à des achats externalisés peu personnalisés. À l'inverse, on constate que les plateformes multi-spécialistes ont des synergies fonctionnelles rapides et fortement contributrices.

Ainsi bon nombre de sociétés de gestion multi-stratégies ont internalisé **un service commercial de relations investisseurs** étoffé et articulé autour de fonctions marketing (présentations en *fund raising* et reportings commerciaux) et d'animation de la base des souscripteurs institutionnels et privés. Au-delà de la mutualisation des coûts, la présence de produits multiples et d'événements réguliers de *fund raising* permet à un tel service d'interagir régulièrement avec la base clients et de renforcer la position commerciale. Par ailleurs, la capacité de la plateforme à créer de nouveaux produits adaptés aux attentes spécifiques des clients lui permet de gagner en flexibilité et de ne plus être contrainte à vendre exclusivement le produit principal, faute d'offre alternative et/ou complémentaire.

La mutualisation de la base clients est un autre avantage majeur de la multi-stratégies : de nombreuses sociétés de gestion peuvent en effet ainsi bénéficier de souscriptions nouvelles sur un produit en lancement, grâce à la présence de clients fidèles dans la base et de leur connaissance préalable de la société de gestion (rapidité de prise de décision, processus de due diligence allégée, KYC, etc.).

La Direction de la Communication très souvent inexistante dans une structure mono-stratégie justifie pleinement son existence chez les plateformes et permet de bénéficier d'un effort permanent de communication au profit des différents métiers mais aussi de la marque et de la firme au sens large. Une telle équipe peut ainsi améliorer l'identité institutionnelle de la société de gestion grâce à une communication régulière et fournie sur les investissements et désinvestissements de l'ensemble des métiers (effet masse), sur les levées de fonds et sur tous les événements positifs affectant une société de gestion (arrivée d'équipes, nominations, distinctions). De façon complémentaire, on ne peut que souligner l'importance de cette fonction dans les situations de crise où, sur une participation ou sur une stratégie donnée, il s'avère nécessaire de monter une communication de crise permettant de défendre la réputation et le savoir-faire de la société de gestion. Bénéficier d'un service mutualisé en interne permet ainsi d'élargir la zone d'influence de la société de gestion et de gérer de façon coordonnée lors d'éventuelles situations de crises. Sans oublier que ces nouveaux services de communication sont de plus en plus utilisés en interne pour animer les équipes de salariés et optimiser l'image de marque de l'employeur, élément d'importance dans le contexte de compétition pour les talents évoqué précédemment.

Concernant **l'informatique des sociétés de gestion**, les plateformes ont su pour la plupart d'entre elles se doter de véritables services IT internalisés afin de faire face aux enjeux de digitalisation de l'activité de capital-investissement qui peuvent être les suivants :

- traitement optimisé de la data pour le deal flow (big data, base de données, etc.) ;
- backbone de gestion des fonds et des participations (applicatifs de marché, applicatifs développés en interne, etc.) ;
- traitement de la data pour le reporting financier et extra-financier ;
- déploiement et exploitation de CRM pour les clients investisseurs et les cibles d'investissement ;
- projets IT spécifiques de digitalisation des processus ;
- cybersécurité dans un métier sensible de flux financiers.

L'ensemble de ces fonctions devenues nécessaires par des exigences réglementaires et commerciales accrues peut être mutualisé entre plusieurs métiers et bénéficier de comités de pilotage dont les membres mêlent équipes d'investissement et fonctions support.

La mutualisation des **processus RH** (paye et gestion du temps) et la gestion des talents dans un métier devenu très concurrentiel permet aussi de justifier l'existence d'une direction des ressources humaines. Celle-ci peut assurer l'ensemble des fonctions et jouer un rôle clé dans l'attraction et la fidélisation d'attirer des collaborateurs au-delà des pures problématiques de rémunérations et de partage du *carried interest*. Les sociétés de gestion de taille critique ont aussi les capacités financières et humaines pour installer un système d'information RH permettant une optimisation de la gestion de leurs salariés.

F. Offrir un projet d'entreprise aux équipes

La constitution d'un véritable projet d'entreprise qui va au-delà de la gestion de fonds permet d'offrir un projet attractif et motivant aux équipes qui la composent.

Du côté des équipes d'investissement, les structures mono-stratégies offrent une certaine linéarité de carrière dont il est difficile de sortir sans quitter la société de gestion. Or, les analystes ou chargés d'affaires d'une stratégie donnée n'ont pas tous vocation à devenir associés du fonds au sein duquel ils ont commencé leur parcours. Et ce, pour différentes raisons : structure démographique de l'équipe en place, taille de la stratégie, capacité intrinsèque à être performant sur cette classe d'actifs, par exemple.

Il est fréquent de constater que les sociétés ayant développé plusieurs stratégies d'investissement présentent des opportunités réelles pour des évolutions de carrière entre équipes d'investissement. De nouvelles équipes autour d'un nouveau produit sont souvent constituées en proposant à certains collaborateurs internes qui souhaitent trouver une dynamique nouvelle d'évoluer. Cette possibilité de faire évoluer certains collaborateurs a souvent été à l'origine du succès d'une nouvelle activité en raison d'un ADN déjà partagé avec la société de gestion et d'une bonne connaissance de l'entreprise, source de gains de temps et d'efficacité. Cette opportunité existe aussi pour l'ouverture de bureaux à l'étranger. La nécessité de transmettre les valeurs et les processus de fonctionnement de la société de gestion d'origine constituent un élément essentiel dans la gestion du risque de greffe à l'international. Là aussi, pour les collaborateurs qui souhaitent connaître une expérience internationale dans leur carrière, la multi-stratégies permet d'ouvrir le champ des possibles.

Cette transversalité favorise donc une certaine fluidité du capital humain au sein de la société de gestion et rend possible une gestion de carrière plus riche et plus diversifiée. Elle permet également d'élargir les opportunités offertes à certains talents alors même que le nombre d'associés dans une spécialité donnée ne serait pas extensible.

Les sociétés multi-stratégies permettent par ailleurs offrir d'autres évolutions, d'un poste d'investisseur vers des fonctions supports, par exemple. Forts d'une bonne connaissance du monde de l'investissement, certains profils peuvent souhaiter évoluer vers des fonctions de développement pour l'ensemble de la firme comme les relations investisseurs ou le business développement. Grâce aux enjeux multiples de développement de ces sociétés, ces profils peuvent apporter leur savoir-faire et contribuer à la croissance des actifs sous gestion.

Les sociétés multi-stratégies ont besoin, par ailleurs, d'étoffer leurs fonctions supports et, dans ce cadre, elles peuvent offrir une véritable gestion de carrière aux collaborateurs qui les rejoignent au sein de différentes spécialités.



Les principaux enjeux d'une plateforme multi-stratégies

A. Le focus

Comme nous l'avons écrit précédemment, si certaines firmes de capital-investissement ont réussi à conserver un modèle mono-stratégie en accroissant de façon très significative leurs actifs sous gestion, sans changer leur ADN, rares sont celles qui l'ont fait à grande échelle sans être obligées de se diversifier.

Or, entreprendre une stratégie de diversification nécessite d'investir du capital, des talents et du temps sur d'autres sujets que le « *core business* » initial. En effet, une diversification nécessite :

- de consacrer du temps managérial à réfléchir aux nouvelles stratégies envisageables ;
- de recruter de nouvelles équipes et d'opérer les ajustements nécessaires dans le temps ;
- de mettre en place une organisation plus étoffée des fonctions transverses ;
- de convaincre les LPs de la pertinence de cette diversification ;
- de structurer l'ensemble des processus permettant de gérer la complexité liée à la diversification ;
- d'allouer des investissements et des coûts d'exploitation pour établir ces nouvelles activités, qui sont, en général, faiblement contributrices au moment de leur lancement.

Or, il peut être tentant de garder une focalisation forte sur ce que l'on sait faire de mieux, en général, la stratégie cœur qui a permis à la firme de convaincre des investisseurs de la suivre et à une équipe de talents de se développer. Se diversifier signifie lancer des initiatives où, par nature, les équipes en place sont moins aguerries et moins pertinentes. Le défaut d'historique (track record) dans la diversification crée aussi une part de risque supplémentaire que certains gérants redoutent de prendre, même s'ils peuvent embaucher une équipe externe qui affiche une première expérience réussie de ce type.

Ce risque de défocalisation est un point de vigilance important pour les investisseurs et nécessite une évolution de l'organisation initiale sur les points suivants :

- la société de gestion doit pouvoir faire émerger quelques managers qui se consacrent plus spécifiquement à la mise en place de cette diversification. Cela signifie qu'une part significative de leur temps de travail doit évoluer de l'investissement (qui est le cœur du métier et qui donne souvent une forte légitimité à ceux qui déploient des capitaux et obtiennent de la performance) vers le management de la société et de son développement multi-stratégies. Ainsi, la nouvelle gouvernance d'une société de gestion diversifiée doit permettre à certains associés d'assurer ces fonctions de développement et de gestion de la complexité sans pour autant nuire à leur visibilité et leurs perspectives de carrière.
- la société et ses associés doivent accepter d'investir de façon plus significative dans les différentes fonctions de gestion (fonctions support et back-middle office) pour ne pas cannibaliser l'activité d'investissement avec de nombreuses nouvelles tâches nécessaires pour gérer et réguler la diversification. On voit ainsi apparaître de véritables fonctions de management hors équipe d'investissement comme des Chief Operating Officers (COO) ou des secrétaires généraux par exemple qui permettent aux associés investisseurs de continuer à être focalisés sur les fonds sous gestion et sur leur performance.

B. L'hétérogénéité de la firme diversifiée

Si la diversification apporte, comme nous l'avons écrit plus haut, une diversité des équipes et un enrichissement mutuel sur les meilleurs pratiques, les secteurs ou les géographies, on peut parfois craindre dans ce modèle la coexistence d'activités très différentes qui nuisent à la cohésion de l'ensemble et qui s'opposent donc à la création d'une société homogène et cohérente.

L'expérience et les interviews montrent que de nombreuses disparités sont susceptibles de générer ce manque de cohérence :

- le développement par adjacence crée souvent une situation où une nouvelle activité est au départ de taille restreinte (*first time fund*) et peine à trouver sa place aux côtés de l'activité historique qui a déjà sa propre dynamique de succès et sa taille critique. Au-delà des enjeux de démarrage d'une nouvelle activité, certaines d'entre elles auront structurellement une taille inférieure à d'autres (Ex : fonds small caps comparé à un fonds large caps), ce qui peut créer des comparaisons difficiles en termes de contribution aux résultats de la société de gestion ou en termes d'image de marque ;
- le développement d'une stratégie régionale au sein d'une société de gestion disposant d'un fonds national rend parfois difficile la co-existence entre équipes et le partage d'un langage commun au sein de la firme ;
- de la même façon, des activités très spécialisées (Venture IT ou Life Sciences par exemple) peuvent connaître des pratiques ou des différences de culture fondamentales par rapport à un fonds buyout français (sourcing, appréhension du risque, ADN des équipes, communication, etc...) ;
- la diversification géographique génère aussi des risques de dilution forte de la culture initiale et peut engendrer des visions différentes de la stratégie d'investissement de chaque activité mais aussi de la stratégie globale de la firme ;
- enfin, des risques de divergences et de désaccords peuvent apparaître lorsque les différentes activités répondent à des dynamiques de performance et/ou de *fund raising* inégales. Ainsi, une équipe ayant réussi de très beaux millésimes de fonds en termes de performance et de *fund raising* peut attirer une attention mal vécue par les gérants d'activités plus fragiles ou dont le démarrage décevant reste un challenge pour le futur.

L'ensemble de ces facteurs d'asymétrie est un facteur de risque majeur pour la cohésion des équipes et pour la pérennité du projet commun. Il peut engendrer aussi des discussions et des désaccords importants sur le partage des fruits de la croissance :

- conflits sur l'évolution des rémunérations des différentes équipes, et, notamment, la détermination des règles de rémunérations fixes et de bonus en fonction de la performance différente, de la taille des actifs sous gestion, de la contribution économique à la société de gestion ;
- enjeu capitalistique où la répartition du capital doit ou non refléter les différences décrites ci-dessus ;
- enjeu de répartition du *carried interest* surtout dans le cas des *carried* croisés où l'allocation au profit de certains collaborateurs peut engendrer des désaccords importants.

Toutefois, pour de nombreux gérants, ce risque d'hétérogénéité peut être surmonté avec succès grâce à un certain nombre de règles simples :

- les initiatives de diversification doivent, si possible, porter sur des activités cohérentes et de taille similaire à l'activité initiale ; cette règle permet d'éviter la juxtaposition d'activités de taille sous-critiques avec des activités déjà « matures » ou celle de stratégies qui n'ont aucune synergie entre elles ;
- la recherche de cohésion au sein d'activités différentes passe également par la définition de projets communs qui permettent de souder des équipes et d'éviter les forces centrifuges. Ainsi, beaucoup de gérants promeuvent des initiatives communes de *knowledge management*, de CRM partagé ou de projets transverses IT qui vont intéresser toutes les équipes. Ces sociétés créent des comités de pilotage transverses aux équipes d'investissement et aux fonctions support, afin de renforcer les liens de collaboration et mettre en œuvre des synergies en pratique ;
- la gestion en transparence des problématiques de rémunération, d'allocation de *carried interest* et de capital constitue aussi un facteur critique pour désamorcer les conflits ou les désaccords et atténuer les frustrations générées par des systèmes de décisions opaques et illisibles ;

- la diversification n'est pas une fin en soi en cas de déséquilibres durables ou perturbateurs et les dirigeants doivent pouvoir prendre, le cas échéant, des décisions de fermeture ou de rationalisation. On peut certes se développer de façon rapide en ajoutant des activités mais aucun frein ne doit empêcher une société de gestion de rationaliser ses activités, en renonçant à certaines. On peut d'ailleurs souvent constater qu'un dialogue transparent avec les LPs permet de leur faire comprendre que tel développement initié quelques années auparavant et un échec relatif eu égard à la cohésion de la société de gestion et doit de ce fait être cédé ou fermé progressivement, tout en s'assurant de gérer au mieux les intérêts de porteurs de parts du fonds en question ;
- enfin, beaucoup de gérants insistent sur le fait qu'une diversification réussie prend du temps. Le démarrage d'une activité en taille sous-critique représente ainsi un investissement qu'il faut expliquer aux différentes équipes et qui ne peut s'avérer payant qu'au bout du deuxième ou troisième fonds. De même, acquérir une nouvelle activité peut nécessiter un temps incompressible d'intégration pour partager une culture commune et parvenir à des activités de taille et de dynamique équivalentes entre les activités existantes et l'activité acquise.

C. Les enjeux de communication vis-à-vis des LPs

Si, comme nous l'avons écrit, ce modèle de diversification est actuellement valorisé par différents intervenants du marché (marché financier coté, LPs, investisseurs privés, etc...), sa complexité lui est parfois reprochée.

On constate en effet que la définition fine et positive d'une plateforme diversifiée en capital-investissement se heurte souvent à des critiques sur l'absence de lisibilité de son modèle. Au moment des diligences sur une activité lancée par une plateforme, ressurgit l'argument d'une organisation complexe où l'intérêt du futur porteur de parts du fonds pourrait être dilué dans les multiples intérêts de la firme.

Les principales sources d'inquiétude proviennent des éléments suivants :

- La gouvernance : en tant que LP, ai-je une bonne lecture de la gouvernance de l'entreprise diversifiée ? Le pouvoir des associés fondateurs a-t-il été dilué et ai-je le risque de me trouver face à un partnership où les compromis nécessaires pour la faire avancer seront décevants ou trop difficiles à obtenir ? En clair, la diversification est-elle susceptible de créer des déséquilibres en termes de gouvernance ou, au contraire, d'apporter de nouvelles ressources managériales pour accélérer ?
- La seconde source de vigilance a trait à l'inquiétude du passage d'une équipe principalement voire majoritairement motivée par la performance des fonds sous-jacents (via le carried interest) à une plateforme de pur asset management obéissant à un modèle de rémunération reposant sur des management fees. En effet, si la société de gestion se diversifie rapidement et accroît de façon substantielle ses actifs sous gestion, les LPs peuvent craindre une focalisation du management qui entreprend la création de la plateforme sur la profitabilité de la société de gestion au détriment de la performance des fonds sous-jacents. Si l'amélioration de la rentabilité de la société permet d'investir plus et d'engager plus de ressources, le modèle leur semble vertueux. Cependant, si ce dernier engendre une dispersion des équipes préjudiciable à la performance alors leur jugement peut être plus sévère.
- L'allocation des ressources : la troisième source d'inquiétude repose sur l'incertitude relative à l'allocation des ressources financières et des talents au sein des différentes activités. De nombreux LPs exigent désormais de connaître les résultats analytiques des différentes activités pour bien comprendre si les commissions de gestion qu'ils consentent sur les différents fonds contribuent effectivement au développement et à l'optimisation du fonds qu'ils financent et si les synergies bénéficient à tous. Tout l'enjeu consiste alors à comprendre si la rentabilité marginale de l'activité nouvelle est bien réinvestie dans la firme et permet de générer ces fameuses synergies présentées par les équipes.

Pour rassurer les investisseurs, les sociétés de gestion doivent formaliser des documents explicitant clairement leurs stratégies produits et l'allocation des ressources financières et humaines qui sera réalisée. A ce titre, de nombreux LPs exigent aujourd'hui que chaque stratégie dispose d'une équipe dédiée (Associés et Directeurs/Directeurs de Participation dédiés à minima et, pour certains, une équipe complètement dédiée y compris jusqu'aux analystes) et d'un budget de fonctionnement analytique qui permette d'appréhender les ressources réellement mises à disposition (nécessité de créer une fonction de contrôle de gestion analytique en interne).

Par ailleurs, le modèle de plateforme nécessite de consacrer du temps à ses investisseurs institutionnels et privés et cela, même en dehors des périodes de levées de fonds. La capacité à communiquer clairement et régulièrement sur la stratégie globale de la firme, les dynamiques différentes des activités, les temps d'intégration des nouvelles équipes, les investissements réalisés pour améliorer les processus d'investissement

et de gestion des différents fonds, les évolutions de gouvernance éventuelles, les départs et les arrivées d'associés et leur traitement capitalistique sont autant de thèmes sur lesquels les LPs souhaitent obtenir une information régulière, sans avoir la désagréable impression de découvrir des problèmes tardivement ou d'en prendre connaissance indirectement. Ainsi, les gérants interrogés déclarent organiser de nombreuses réunions d'information sur la société de gestion en général à l'occasion de :

- réunions annuelles ou semestrielles des fonds,
- comités des Investisseurs,
- réunions annuelles de la société de gestion,
- communication ad hoc en matière d'évolution particulière liée à la gouvernance et le capital au moment d'une initiative de diversification.

D. La gestion du risque systémique

Dans nos métiers, on ne peut écarter totalement le risque d'occurrence d'un accident massif de performance sur un fonds ou sur une équipe complète gérant une famille de fonds ou un problème réputationnel non lié à la performance (crise sociale sur une participation, conflit majeur avec un dirigeant se déplaçant sur la sphère publique, risque délictuel ou pénal au sein d'un investissement).

Dans ce contexte, les plateformes de gestion multi-stratégies pourraient craindre un effet tâche d'huile sur les autres activités dans le cadre, par exemple, de leurs levées de fonds. On constate parfois une forme de réflexe négatif d'investisseurs à l'encontre d'une plateforme ayant connu l'un des incidents décrits ci-dessus, et ce quelle que soit l'équipe d'investissement en face d'eux. Dans ce cas, l'effet marque ombrelle joue dans un sens négatif avec un risque de contagion des autres activités.

Comment remédier à l'existence de ce risque systémique, ou à tout le moins le mitiger ?

- les champs de diversification doivent être soigneusement analysés en s'appuyant sur une connaissance approfondie des enjeux et des risques sur les nouvelles activités. En s'éloignant de façon importante du cœur de métier de la stratégie initiale, il est évidemment plus probable de rencontrer des crises et des risques pour lesquels la société de gestion est moins armée. On pourra donc supposer que l'adjacence de métiers limite les risques de mauvaise appréhension du risque systémique.
- beaucoup de plateformes qui disposent de moyens accrus structurent désormais des services étoffés de gestion des risques. En amont, la mise en place de risk/compliance officers permet un regard extérieur aux équipes d'investissement sur les différents éléments de risque générés par l'activité. Conformément à la réglementation, les plateformes génèrent une cartographie des risques liés à la société de gestion qui permet i) de qualifier les différents risques, ii) de les quantifier monétairement, iii) d'en suivre la gestion et iv) de décrire des plans de remédiation.
- pendant toute la phase d'émergence d'une opération d'investissement ou de cession puis de suivi des participations en portefeuille, la possibilité pour les équipes de faire remonter tout élément à caractère de risque vers une équipe spécialisée (gestion des risques mais aussi direction juridique et conformité) capable de les accompagner dans les différentes phases de développement et de remédiation du risque.
- enfin, en aval, beaucoup de plateformes se sont équipées d'outils de gestion de crise qu'il n'est pas toujours facile de financer quand la société de gestion n'a pas la taille critique pour y faire face. Par exemple, une agence de communication de crise peut être sélectionnée afin d'atténuer les effets réputationnels sur la société de gestion.

Si le risque systémique inquiète les gérants qui se lancent dans une stratégie de diversification, on constate néanmoins que les plateformes ont su remarquablement surmonter l'émergence d'accidents de performance ou de départs d'équipes. Dans de tels cas, la société de gestion multi-stratégies peut offrir des solutions crédibles et rapides, compte tenu de ses ressources et des talents dont elle dispose. Dans les structures mono-stratégies, les LPs redoutent souvent que le départ d'associés (key person) rende très difficile le rétablissement d'une dynamique positive et la capacité de finaliser de façon optimale la gestion des fonds en cours. Dans le cas de sociétés multi-stratégies, l'enjeu sera de pérenniser le projet d'entreprise global, en limitant les effets négatifs d'un accident particulier. La société pourra rapidement mettre à disposition du fonds sous-performant ou du fonds ayant subi des départs importants, de nouveaux membres investisseurs (détachement interne ou recrutement externe) afin de gérer au mieux cette période délicate.

Dotée de moyens financiers et humains assortie d'un système étoffé de gestion des risques, la société de gestion multi-stratégies est réellement en capacité d'offrir une bonne réactivité et une gestion professionnelle du risque systémique.

E. La gestion des zones de recouvrement et la gestion des conflits d'intérêts

Alors même que les synergies sont les raisons d'être de ces regroupements d'équipes au sein de sociétés de gestion uniques, le recouvrement ainsi que la génération potentielle de conflit d'intérêts en sont des conséquences systématiques qu'il convient de gérer avec soin. Quelles sont ces zones éventuelles où les équipes se rencontrent et peuvent avoir des intérêts contradictoires ?

● Les levées de fonds concomitantes

Au sein des mono-stratégies, le contexte de levée de fonds est simple : le fonds précédent arrive à 70% ou 75% de déploiement et cela permet d'enclencher le démarrage de la levée du fonds suivant. Un seul décideur (l'équipe de gestion), un seul dialogue au même moment avec les LPs, une durée théoriquement illimitée pour atteindre l'objectif de levée.

Dans les sociétés de gestion diversifiées, l'organisation du *fund raising* est autrement plus complexe. Les dates de démarrage entre équipes doivent être fixées clairement pour éviter des campagnes de levées désordonnées. Les visites des LPs doivent être séquencées avec plus de précision afin d'éviter de saturer les différents canaux ou opportunités de commercialisation. Enfin, en cas de dynamique différente de levée (un fonds plus complexe/plus risqué nécessitant plus d'explications et de due diligence comparé à un fonds plus classique et dont la stratégie est mieux connue des LPs), il sera nécessaire d'adapter les processus de levées, sans que cela se fasse au détriment du fonds plus lent et sans ralentir les levées les plus rapides. Beaucoup de gérants insistent sur la discipline quasi-militaire nécessaire pour gérer simultanément des levées de fonds au sein d'une société de gestion diversifiée. Une organisation forte des relations investisseurs prenant le leadership sur la stratégie et le timing de levée permettent bien souvent aux équipes d'investissement de se plier plus facilement aux contraintes de la multi-levée. Enfin, la Direction Générale de la société de gestion doit s'impliquer aussi pour s'assurer que le séquençage est respecté et que les éventuels conflits de clients soient arbitrés au profit de la firme.

● Les zones de recouvrements d'activité

Ces zones sont nombreuses au sein de sociétés multi-stratégies :

- incident de frontière de tickets d'investissement entre activités adjacentes (small/mid ou mid/large),
- concurrence sur une même opération entre deux activités de nature distincte (fonds capital-investissement minoritaire/fonds sponsorless ou fonds direct large lead/fonds de co-invest ou fonds small accompagnant un fonds lead externe concurrent ou dans le cadre d'opérations de croissance externe d'une participation),
- intervention à différents niveaux du bilan d'une cible (Equity/Dette ou Equity/Mezzanine sponsor),
- cession par un fonds d'une participation sur laquelle est positionné un autre fonds de la société de gestion (small caps/mid caps, Fonds Actions/Fonds dette, etc.).

La plupart des sociétés de gestion diversifiées sont, dès lors, amenées à définir des règles précises concernant l'engagement des fonds dans des participations. De telles règles permettent d'éviter que les zones de recouvrement ne se traduisent en situations problématiques de conflit d'intérêts, de concurrence préjudiciable à la position globale de la firme, d'illisibilité de ses différentes stratégies vis-à-vis des LPs, des entrepreneurs et du marché ou tout simplement d'atteinte à sa réputation.

Pour éviter ou gérer au mieux ces situations, les gérants interrogés considèrent qu'il est important de mettre en place les solutions suivantes :

- essayer d'avoir des stratégies les plus distinctes possibles par nature ou par définition (taille, géographie, etc.),
- édicter des règles claires connues de l'interne et de l'externe, permettant d'éviter si possible toute zone de recouvrement (clarté des règlements, taille d'opérations/deals ou valeur d'entreprise précise pour distinguer les fonds, communication répétée et claire, règles d'allocation, d'affectation des dossiers et de priorité),
- installer la fonction conformité systématiquement informée des opérations en cours et susceptible de faire remonter les anomalies en cours,
- recourir si nécessaire à l'arbitrage de la direction générale de la société de gestion pour trancher in fine les conflits non résolus.

● Les zones de conflits d'intérêts

Enfin, la multi-stratégies est susceptible de créer des conflits d'intérêts que la société de gestion devra gérer avec précision et rigueur. Pour cela, des règles claires pour prévenir, détecter et recenser ces situations de conflits d'intérêts potentiels devront être définies et mises en place. Le Comité des Investisseurs, organe de gouvernance du fonds, assiste la société de gestion dans la résolution des conflits d'intérêts. Et, en cas de conflit non résolu, il sera nécessaire d'en informer les investisseurs. La bonne gestion des conflits d'intérêts passe par des mesures organisationnelles et des mesures administratives.

La cartographie des conflits d'intérêts potentiels revêt un caractère particulièrement important en cas de multi-stratégies, en plus du registre des conflits d'intérêts avérés. Ces deux outils devront être documentés avec soin et mis à jour régulièrement.

Les dispositions préventives et de contrôle incluent typiquement :

- la séparation physique et hiérarchique entre les activités pouvant entraîner des conflits d'intérêt (notion de « Muraille de Chine ») :
 - séparation physique : locaux et matériels (imprimantes et matériel informatique notamment), restriction de l'accès aux locaux en cas de locaux situés à la même adresse ou de plateaux partagés (badges différents),
 - séparation juridique le cas échéant : filialisation des activités,
 - séparation hiérarchique et décisionnelle : par exemple, dirigeants et comités d'investissement différents,
 - séparation logistique : existence d'un environnement informatique distinct avec répertoire distincts.
- l'établissement d'une liste de valeurs interdites établie et mise à jour régulièrement par la conformité qui recense les émetteurs sur lesquels la société pourrait être amenée à disposer d'informations privilégiées en raison de ses liens avec les dirigeants ;
- la transparence des transactions personnelles avec des règles précises en matière d'obligations déclaratives et des contrôles ad hoc, décrites soit dans le Code de conduite interne, soit dans le Règlement Intérieur de la société de gestion ;
- la transparence des mandats sociaux exercés par les dirigeants ou par les collaborateurs dans le cadre de leurs fonctions professionnelles ou à titre privé ;
- le suivi de la qualité des engagements et des prestations fournies par des prestataires externes (notamment fournisseurs de recherche, brokers par exemple) ;
- la mise en place d'un dispositif formalisé de contrôle permanent de niveau 1 (exercé par les opérationnels et les équipes d'investissement notamment) et de niveau 2 (articulé autour d'un plan de contrôle de second niveau établi par le RCCI de la société et permettant de définir et de mettre en œuvre des contrôles clés sur les risques majeurs identifiés dans le cadre de la cartographie des risques). Un contrôle périodique sous la forme d'un audit complétera ce dispositif.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a émis une série de recommandations dans le cadre des activités dites complexes. Ainsi, selon la Position-recommandation AMF 2012-19¹, lorsque la société de gestion de portefeuille appartient à un groupe, la politique de gestion des conflits d'intérêts doit également prendre en compte les circonstances, qui sont connues ou devraient être connues par la société de gestion de portefeuille, susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts résultant de la structure et des activités professionnelles des autres membres du groupe.

Il est ainsi demandé à la société de gestion de portefeuille d'identifier les principales sources de conflits d'intérêts résultant soit de son organisation soit de ses activités principales (capital investissement, immobilier, etc.) et accessoires. Le programme d'activité devra détailler les risques et les mesures d'encadrement liées spécifiquement à son organisation et son activité. La cartographie complète doit être adaptée en permanence, mise à jour régulièrement et tenue à disposition de l'AMF.

Certaines situations rencontrées régulièrement doivent, par ailleurs, faire l'objet d'une description spécifique. Il s'agit :

- de la coexistence d'une activité pour compte propre et pour compte de tiers au sein d'un groupe ;
- du partage des locaux ;
- de l'intervention sur le non coté, à la fois en dette et en equity, sur un même émetteur et au sein de portefeuilles différents, etc.

¹ Position - recommandation AMF n° 2012 - 19 Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille

Dans le cas de la multi-stratégies, l'Autorité des marchés financiers insiste par ailleurs sur la nécessité de disposer au niveau de la fonction permanente de gestion des risques (qu'elle soit indépendante ou pas) de la compétence et de l'expertise liées aux différentes stratégies mises en œuvre (Instruction AMF n°2012-01²).

MISE EN PLACE D'UN DISPOSITIF DE CONTRÔLE : LES PRINCIPALES EXIGENCES DE L'AMF

Le régulateur a émis une série de principes et recommandations (position-recommandation AMF n°2012-19, n°2014-06 et instruction n°2012-01) pour encadrer et préciser la gestion des conflits d'intérêts et des risques.

Parmi les principales exigences, il est demandé à la société de gestion d'identifier et tenir à jour une cartographie des principales sources de conflits d'intérêts résultant soit de son organisation, soit de ses activités principales et accessoires. Concernant la gestion des risques, la société de gestion doit, entre autre, établir et maintenir opérationnelle une fonction permanente de gestion des risques.

Conformément à l'Instruction AMF DOC-2012-01 et à la Position-recommandation AMF DOC-2014-06³, une société de gestion de portefeuille doit établir et maintenir opérationnelle une fonction permanente de gestion des risques. Cette fonction est assurée, selon les situations, par :

- un dirigeant ou un opérationnel (membre de l'équipe de gestion), dès lors que l'indépendance par rapport à l'équipe de gestion n'est pas requise ;
- un risk manager qui sera en charge de cette fonction dans des circonstances où l'indépendance est nécessaire.

Conformément aux dispositions des articles 312-45, 318-38 et 321-77 du règlement général de l'AMF⁴, la fonction permanente de gestion des risques doit être indépendante, au plan hiérarchique et fonctionnel, des unités opérationnelles – à savoir l'équipe de gestion – sous réserve de l'application du principe de proportionnalité. Ce principe de proportionnalité s'apprécie en fonction de différents critères tels que la clientèle ciblée, et, donc, a fortiori, le type de véhicule géré, ainsi que le niveau de complexité des stratégies menées et des instruments utilisés. Cette appréciation repose sur l'idée que des investisseurs expérimentés sont plus à même que les investisseurs particuliers de comprendre les risques associés à une stratégie donnée et de mener leurs propres diligences sur l'organisation de la société de gestion en matière de gestion des risques et d'investir en connaissance de cause.

La fonction permanente de gestion des risques doit nécessairement être indépendante notamment lorsque les stratégies de gestion mises en œuvre dans les placements collectifs ou les portefeuilles gérés sous mandat (gestion de portefeuille pour le compte de tiers), ou les techniques de mesure des risques de ces stratégies peuvent être qualifiées de « complexes ».

Il convient de souligner que la mise en place d'une fonction des risques indépendante, en tant que facteur clé de succès, a consisté à positionner cette fonction au cœur des flux d'information, à assurer un fort sponsorship des associés fondateurs et à formaliser le rôle de la fonction des risques dans le cadre des processus de due diligence initiale mais également un suivi post acquisition régulier et formalisé avec mis en place de signaux d'alerte. La position AMF sur la gestion des risques conduit bien les sociétés de gestion à disposer d'une cartographie des risques sur les fonds gérés.

² Instruction AMF n° 2012-01 Organisation de l'activité de gestion d'OPCVM ou d'OPCI et du service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers en matière de gestion des risques

³ Guide relatif à l'organisation du dispositif de maîtrise des risques au sein des sociétés de gestion de portefeuille – DOC-2014-06

⁴ Dispositions issues directement de la transposition en droit français des exigences posées par la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dite « AIFM

F. Les éléments d'intéressement pour conserver la cohérence de l'entreprise diversifiée

Nous l'avons écrit plusieurs fois : l'un des enjeux principaux d'une société de gestion multi-stratégies est de conserver la cohésion des équipes d'investissement dans le temps et l'existence d'un projet commun au-delà de la dynamique propre à chaque stratégie. Le risque d'éclatement de sociétés de gestion lié au départ d'une équipe qui ne trouve plus d'intérêts dans la mise en commun des différentes activités est évidemment un point d'attention majeur pour les dirigeants de sociétés de gestion et les investisseurs qui leur confient des capitaux à gérer.

Au-delà des projets communs et des processus permettant d'améliorer le sentiment d'appartenir à une seule firme, deux éléments concourent à la cohésion des équipes : la répartition du capital de la société de gestion et la distribution du *carried interest*. Si ces deux mécanismes incitatifs sont bien gérés dans leur quantum et dans le temps, les gérants interviewés considèrent qu'il s'agit là d'un atout pour pérenniser le projet d'entreprise, encourager les synergies et stimuler les projets de développement. Mal gérés, inéquitables ou sclérosés, ces deux mécanismes peuvent amplifier les difficultés de cohésion.

● L'accès au capital d'une société de gestion diversifiée

De nombreuses plateformes se distinguent par une large ouverture du capital aux équipes d'investissement mais aussi aux fonctions support. À partir du moment où la taille critique et la dynamique de la société de gestion diversifiée permettent une véritable création de valeur actionnariale, le souhait d'accéder au capital est très présent chez les équipes qui rejoignent la plateforme.

Le modèle le plus répandu au sein des plateformes est le système d'association par le haut où le capital de la holding détenant la ou les sociétés de gestion est ouvert aux différents associés ainsi qu'aux membres des fonctions support. Cet actionnariat commun avec des niveaux d'actionnariat définis en fonction du degré de séniorité permet d'envisager une structure de capital intéressant l'ensemble des équipes.

L'ouverture progressive du capital au fur et à mesure du mouvement de diversification doit permettre de faire adhérer de nouvelles équipes au projet. Nombre de gérants indiquent néanmoins qu'il faut un temps d'intégration pour juger du moment propice pour ouvrir le capital à une équipe nouvelle. En revanche, l'absence de perspective d'association au capital d'une nouvelle activité à moyen terme serait probablement le signe que le capital de la société de gestion est verrouillé par les associés historiques, ce qui peut inquiéter les investisseurs sur l'attractivité à terme du modèle de la société de gestion.

Pour réussir cette intégration au capital, il est, par ailleurs, nécessaire de gérer au mieux l'évolution de la valeur d'une société de gestion ayant une certaine taille critique. Les valorisations des actions à acquérir peuvent en effet rapidement devenir inaccessibles pour de nouveaux membres de la société. Dans ce cas, il peut s'avérer intéressant de recourir à différents schémas d'épargne salariale permettant un accès au capital (intéressement, participations complétées par un abondement) ou un système d'OBO (*owner buy out*) périodique (par exemple, tous les 4 à 5 ans, de nouveaux cycles de levées) permettant de financer en partie le rachat des sortants par de la dette financière ainsi que de moduler la montée en puissance des nouvelles activités par des apports des émissions d'attributions gratuites d'actions (AGA) ou des augmentations de capital.

Enfin, beaucoup de gérants insistent sur la nécessité de mettre en place des règles de liquidité claires au sein du pacte d'actionnaires de la société de gestion ou de la holding afin de pouvoir faire coïncider la géographie du capital avec les collaborateurs en activité au sein des équipes.

Le dernier point de vigilance pour les plateformes diversifiées peut résider dans le risque d'émiettement du capital lié à un grand nombre d'activités et d'associés. La question est d'ailleurs souvent posée quant au niveau de responsabilité en dessous duquel le capital ne doit pas être alloué afin que la société puisse conserver une souplesse de décision et de gouvernance. Une trop forte diversification capitalistique peut générer des *partnerships* difficiles à gérer où les votes en assemblée générale nivellent les initiatives structurantes voire disruptives. Là encore, les LPs restent vigilants sur la constitution d'un capital flexible autour d'un bloc d'associés qui ont démontré leur capacité à garder une réelle dynamique décisionnelle.

● L'allocation de *carried interest* au sein d'une plateforme

L'intéressement des membres des équipes dédiées aux diverses stratégies d'une société de gestion multi-stratégies peut s'organiser de diverses manières. Ces dernières peuvent avoir un effet sur l'alignement d'intérêts entre les membres d'une équipe dédiée à une stratégie et les membres des autres équipes dédiées aux autres stratégies, avec la direction de la société de gestion ou avec les clients. On présentera ci-après quatre grandes typologies d'organisation qui peuvent être combinées entre elles, pour tout ou partie.

1. Souscription directe par les membres d'une équipe dédiée à une stratégie aux parts de carried interest émises par les véhicules de la stratégie concernée uniquement.

Les avantages sont les suivants : l'alignement d'intérêts est fort avec les clients des véhicules concernés et une fiscalité favorable est possible.

L'inconvénient principal tient en l'absence d'intéressement commun et d'alignement d'intérêts entre les différentes équipes.

2. Souscription directe par les membres d'une équipe dédiée à une stratégie aux parts de carried interest émises par les véhicules de tout ou partie des stratégies mises en œuvre dans la société de gestion diversifiée.

Ce schéma présente les caractéristiques suivantes : un alignement d'intérêts plus faible des membres de l'équipe avec les clients des véhicules concernés, l'alignement se faisant avec l'ensemble du personnel de la société de gestion.

3. Souscription indirecte par les membres d'une équipe dédiée à une stratégie aux parts de carried interest émises par les véhicules de toutes les stratégies mises en œuvre dans la société de gestion multi-stratégies au travers d'un véhicule dédié commun contrôlé par la direction de la société de gestion multi-stratégies.

Ce schéma permet un alignement d'intérêts plus faible des membres de l'équipe avec les clients des véhicules concernés mais l'alignement se fait avec la société de gestion comme personne morale.

4. Facturation par la société de gestion d'une commission de surperformance aux véhicules dédiés à chaque stratégie puis répartition aux équipes dédiées à chaque stratégie sous forme de rémunération (exemple : bonus).

L'avantage d'une telle formule est un alignement avec la société de gestion comme personne morale et une grande flexibilité dans la définition des critères de répartition (résultat de la stratégie de la personne concernée, de tout ou partie des autres stratégies, de la société de gestion, autres critères).

Pour conclure sur les éléments de carried interest dans les sociétés de gestion diversifiées, on constate que la mise en place d'une quote-part de carried interest des fonds gérés au profit d'autres membres que les équipes de gestion dédiées se généralise progressivement. Même si cette quote-part reste parfois symbolique, elle peut jouer un rôle intéressant dans la recherche du ciment commun pour ces projets de sociétés multi-stratégies.

4



Conclusion

À travers ce guide, nous avons voulu porter à la connaissance des dirigeants de sociétés de gestion qui s'interrogeraient sur les modalités, les bénéfices et les inconvénients de la multi-stratégies les nombreux facteurs à prendre en considération pour le passage d'une société mono-stratégie à une société multi-stratégies. La patience et la connaissance des multiples risques inhérents à une telle évolution, véritable cheminement entrepreneurial, s'avèrent primordiales.

Au gré des rencontres et entretiens avec les dirigeants de société de gestion ayant choisi de bâtir un projet d'entreprise en faisant le choix de la multi-stratégies, plusieurs facteurs clés de succès de constitution d'une plateforme diversifiée se sont détachés :

- 1/** Bâtir un projet d'entreprise nécessite que les équipes de gestion des différentes stratégies aient en commun un même ADN et partagent en conséquence un même esprit d'entreprise. La multi-stratégies ne peut se construire sur des intérêts personnels.
- 2/** La transformation d'une société mono-stratégie en une plateforme diversifiée demande du temps. Prendre le temps du cheminement est nécessaire pour être en mesure d'intégrer un ensemble de facteurs (cycles économiques, vision du marché, risques, etc.) et d'éviter ainsi la dispersion et le manque d'attention sur la stratégie historique et ses performances.
- 3/** La construction d'un projet d'entreprise passe par la cohésion des différentes équipes et leur adhésion au projet de diversification. La mise en place de mécanismes de répartition et d'ouverture du capital de la société de gestion et de répartition du carried interest, concourt à la cohésion et au sentiment d'appartenance à une société d'investissements diversifiée.
- 4/** On ne saurait trop le répéter : la gestion des conflits d'intérêts d'une société de gestion multi-stratégies nécessite une attention et une rigueur particulières. Le choix d'une équipe support transversale, en soutien aux équipes de gestion peut être un moyen de faciliter cette gestion et de se prémunir au mieux des potentiels risques de conflits d'intérêts.



Remerciements

*France Invest remercie chaleureusement **Antoine Le Bourgeois** d'Andera Partners qui a piloté la conception et la rédaction de ce guide, en collaboration avec les équipes de France Invest (**France Vassaux, Damien Brisemontier**) et un groupe de travail ad hoc : **Sylviane Guyonnet** (Idinvest), **Julien Vandebusch** (DLA Piper), **Axelle Ferey** (KPMG Advisory) et **Aïchatou Diop** (Andera Partners). Nous remercions également l'ensemble des intervenants qui ont accepté de partager leur expérience autour des sociétés de gestion multi-stratégies :*

Abenex : **Olivier Moatti**

Ardian : **Dominique Gaillard**

Bridgepoint : **Frédéric Pescatori**

Siparex : **Bertrand Rambaud**

Turenne Capital : **Christophe Deldycke**

Sofinnova Partners : **Antoine Papiernik**

Sofimac : **Pascal Voulton**

A Plus Finance : **Fabrice Imbault**

Omnes Capital : **Fabien Prevost**

Bpifrance : **Benjamin Paternot**



23, rue de l'Arcade
75008 Paris

www.franceinvest.eu