Jasmin capital

Conseil en investissement non coté

whitepaper

NOVEMBRE 2026

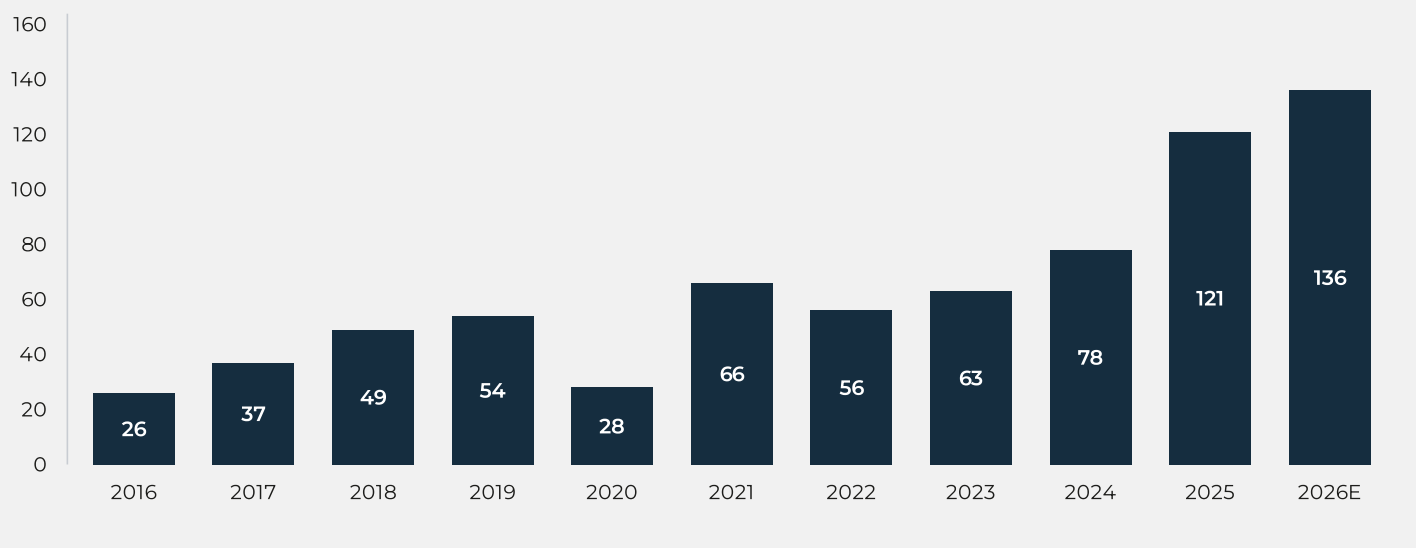
Quelles sont les meilleures pratiques pour les LPs dans l'évaluation de leur portefeuille en vue d'une cession sur le marché secondaire ?

Le marché secondaire est désormais un outil incontournable pour les LPs souhaitant gérer activement leur allocation dans le non coté

Avec le **tarissement des distributions** depuis quatre ans, de nombreux LPs, qu'il s'agisse de vendeurs récurrents ou de primo-vendeurs, se tournent vers le marché secondaire pour **générer de la liquidité** et **rationaliser leur portefeuille** de parts de fonds. Cette démarche de gestion active de portefeuille devient plus ancrée et constitue désormais un outil de gestion et de pilotage de l'exposition aux actifs alternatifs.

Les volumes des transactions LP-led ont quasiment doublé en 4 ans passant de 66 milliards de dollars en 2021 à 121 milliards en 2025. Cette forte progression illustre la maturité croissante du marché et le recours de plus en plus large des LPs à cet outil.

Évolution des volumes de transactions LP-led sur le marché secondaire en milliards de dollars



Source : Jasmin Capital

De nombreux LPs se retrouvent aujourd'hui à la tête de portefeuilles particulièrement diversifiés, regroupant parfois plusieurs centaines de relations avec des GPs. Lorsqu'ils envisagent une cession secondaire, **la question centrale devient la sélection des lignes entrant dans le périmètre de l'opération**. Pourquoi retenir une ligne plutôt qu'une autre ? Selon quels critères ? Quelle logique et quelle méthodologie appliquer pour définir un périmètre cohérent avec les objectifs de liquidité, les caractéristiques du marché secondaire et les objectifs stratégiques ?

Dans ce contexte, il est essentiel pour les LPs de maîtriser les meilleures pratiques d'évaluation et de préparation de leur portefeuille en amont d'une cession.

Conduire une analyse stratégique des lignes en portefeuille pour délimiter un premier périmètre de travail

Le premier exercice consiste généralement à **isoler le portefeuille « cœur »**, non transférable car stratégique, souvent constitué de relations proches et d'engagements récents reflétant la stratégie d'investissement actuelle.

Une fois cet exercice réalisé, le **LP établit une liste, souvent assez longue, de positions qu'il serait prêt à céder pour différentes raisons**. Or, les objectifs de liquidité visés par la cession secondaire ne représentent généralement qu'une partie de la valeur de ces positions, de l'ordre de 20 à 30 %. Tout l'enjeu consiste dès lors à **sélectionner le périmètre des lignes qui feront partie de la transaction secondaire**.

Cette première analyse permet **d'exclure les lignes les moins adaptées au marché secondaire**, notamment :

- **Les lignes trop jeunes** (souvent appelées à moins de 70 %) : sauf exception, le marché secondaire débute à partir de 70 % appelé, c'est-à-dire sur des portefeuilles largement constitués, avec peu de capital non appelé
- **Les lignes trop peu revalorisées** : bien que suffisamment appelé, le fonds peut être trop peu revalorisé, avec des actifs encore en début de courbe en J. Même si le marché secondaire pourrait se porter acquéreur de ces fonds, le LP risquerait de céder à un prix trop bas au regard du potentiel de création de valeur restant
- **Les secteurs de niche et les GPs peu connus** : compte tenu du volume de deal flow, les investisseurs secondaires privilégient avant tout les gérants qu'ils connaissent déjà et sur lesquels ils disposent d'un angle d'analyse du portefeuille

Une fois ce travail effectué, le LP peut ensuite **pré-sélectionner certaines lignes pour des raisons davantage relationnelles**, en particulier :

- **Absence de re-up** dans les fonds successeurs
- **Fonds n'entrant plus dans la stratégie actuelle**
- **Pas de relation « partenariale »** avec le gérant (co-investissement limité, relations d'affaires connexes limitées, contacts peu fréquents avec l'équipe…)

Compléter par une analyse technique, juridique et opérationnelle des conditions de cession sur le marché secondaire pour affiner la liste

Au sein de ce portefeuille présélectionné, l'analyse se poursuit ligne à ligne selon différents facteurs, afin d'aboutir à un portefeuille resserré correspondant au besoin de liquidité et à l'objectif de rationalisation recherché.

Analyser les caractéristiques propres au fonds, déterminantes pour son attractivité

Le choix des lignes à céder doit avant tout être **guidé par l'objectif poursuivi par l'investisseur**. Celui-ci peut notamment être de :

- Maximiser le prix de cession et **minimiser la décote**
- **Rationaliser** des expositions historiques
- **Réduire** le nombre de **relations GP**
- **Accélérer** la gestion des positions de fin de vie (***tail-end***)
- **Réallouer du capital** vers de nouvelles opportunités d'investissement
- **Rééquilibrer** certaines **expositions géographiques**, **sectorielles** ou **stratégiques**

D'une manière générale, les fonds présentant encore un **potentiel significatif de création de valeur** et **disposant d'actifs sous-jacents de qualité** sont particulièrement recherchés sur le marché secondaire. À l'inverse, les véhicules ayant déjà fortement **revalorisé leur portefeuille** et offrant un **potentiel d'appréciation plus limité** sont davantage susceptibles de faire l'objet d'une décote.

Parmi les principaux critères d'analyse figurent :

- Le **niveau de conviction interne** sur les **actifs résiduels** du portefeuille
- Les **indicateurs de performance** (DPI, RVPI, TVPI, TRI) par rapport aux objectifs initiaux
- Le **potentiel de création de valeur** à court ou moyen terme
- La **visibilité** sur les événements de **liquidité** à venir

- La **maturité du fonds** et son positionnement dans le cycle d'investissement
- Les **perspectives opérationnelles** des sociétés sous-jacentes

Cette analyse permet **d'identifier les positions offrant le meilleur arbitrage** entre potentiel de valorisation future et opportunité de monétisation immédiate.

La qualité et l'attractivité du gérant constituent généralement le principal facteur d'analyse

La **réputation du gérant**, son **track-record** ainsi que **l'étendue de sa base de LPs** figurent parmi les principaux éléments déterminants de l'attractivité d'une participation sur le marché secondaire. Plus le gérant est reconnu, plus l'univers des acquéreurs potentiels est large, ce qui stimule la **concurrence entre investisseurs** et permet de **soutenir les enchères, d'optimiser le prix de cession** et **de limiter la décote**.

Une levée de fonds du gérant en cours, ou imminente, peut également accroître l'intérêt des acheteurs. En effet, de **nombreux investisseurs** évaluent simultanément une **opportunité secondaire** et un éventuel engagement **primaire** dans le fonds successeur, ce qui accélère souvent les travaux de due diligence et facilite la prise de décision.

Par ailleurs, la cession d'expositions à des **gérants plus émergents** ou **disposant d'un historique de performance plus limité reste tout à fait possible**, notamment lorsque l'objectif est de rationaliser certaines relations ou de simplifier le portefeuille. Ces actifs attirent toutefois généralement un nombre plus restreint d'acquéreurs et peuvent faire l'objet de décotes plus importantes.

Anticiper les contraintes juridiques et opérationnelles

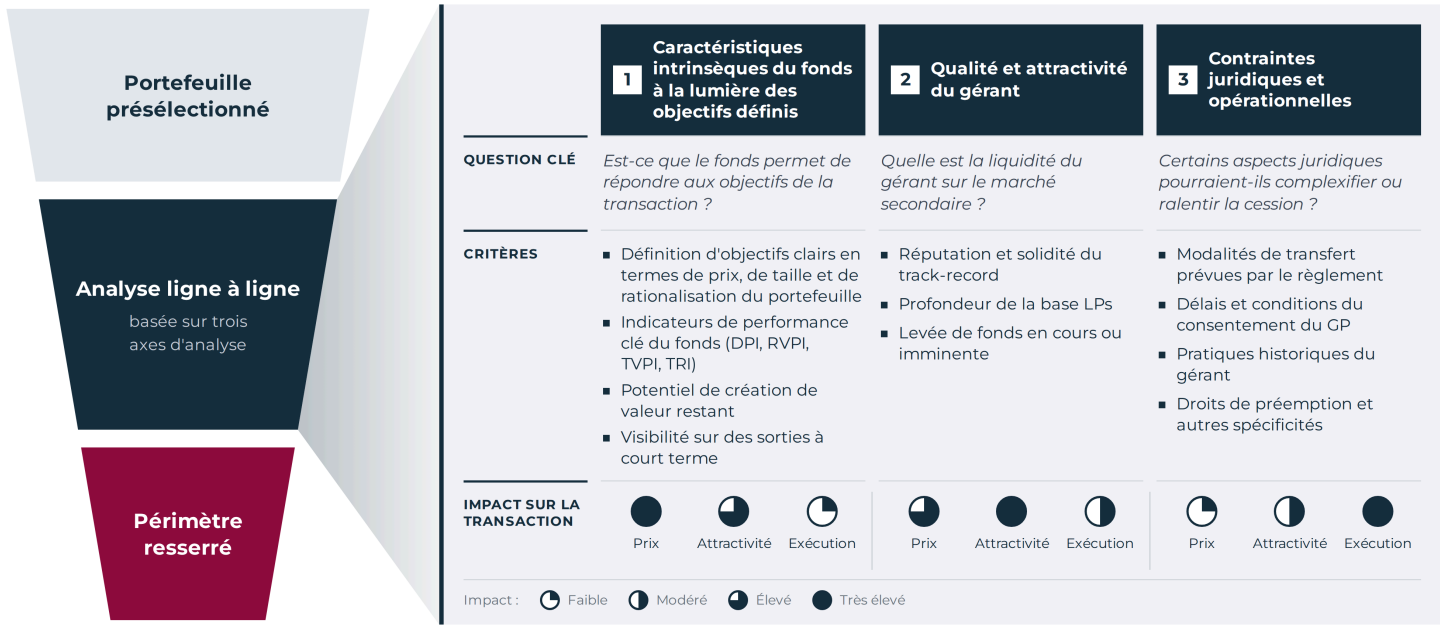
Une revue juridique préliminaire est **fortement recommandée** afin d'identifier en amont les éventuels **freins à la transférabilité** des participations et **de limiter les risques d'exécution**.

Les principaux points d'attention incluent :

- Les **modalités de transfert** prévues dans la documentation du fonds
- Les **délais** et **conditions** d'obtention du consentement du GP
- Les **pratiques historiques** du gérant en matière de transferts
- L'existence éventuelle de **droits de préemption**
- Les éventuelles autres **spécificités du règlement**

Une telle revue permet d'identifier rapidement les actifs les plus facilement cessibles, de mieux anticiper le calendrier de la transaction et de sécuriser le bon déroulement du processus.

Présentation des trois axes d'analyse retenus pour définir le périmètre de cession



Source : Jasmin Capital

Finaliser avec une revue des sous-jacents pour s'assurer de l'adéquation entre les attentes de prix et la qualité du portefeuille

Une fois ces différents facteurs pris en compte, le **périmètre de la transaction secondaire se dessine naturellement**. Il est toutefois nécessaire de **compléter l'analyse par une approche sous-jacente du portefeuille**, **actif par actif**. Cet exercice permet généralement d'identifier la **quinzaine de principaux actifs**, qui concentrent entre 30 % et 50 % de la NAV du portefeuille, voire davantage. C'est sur ce périmètre que les investisseurs concentreront l'essentiel de leur due diligence.

Il convient dès lors de réaliser une **revue approfondie de ces principaux actifs** afin de s'assurer que les attentes de valorisation demeurent compatibles avec les conditions de marché actuelles. Cette analyse implique une compréhension détaillée de chaque actif et repose notamment sur l'évaluation des éléments suivants :

- Le **secteur** d'activité, le **business model** et le **positionnement**
- Le pourcentage de **détention** du **gérant**
- Le **poids de l'actif** dans la FMV du fonds
- La **méthodologie de valorisation** retenue ainsi que le MOIC extériorisé correspondant
- **Les principaux agrégats financiers** (évolution du chiffre d'affaires, croissance, marge d'EBITDA et niveau de levier)
- La visibilité sur **l'horizon de sortie** et le **multiple de cession attendu**

Les autres actifs du portefeuille font également l'objet d'une analyse, mais à un **niveau de granularité plus limité**, leur contribution à la valeur globale du portefeuille étant généralement moins significative.

Les éléments clés qui détermineront le prix de la transaction s'articulent autour de plusieurs grandes questions :

- Quels sont les « **value drivers** » du portefeuille en **transparence** (portefeuille concentré ou non sur quelques lignes) ?
- Quelles sont les **sorties prévues à court/moyen/long terme**, et quelle **modélisation de DPI** en découle pour le portefeuille ?
- Quelle est la **solidité de la valorisation** (NAV) actuelle ?
- Quel est le **potentiel de création de valeur résiduel** au sein du portefeuille ?

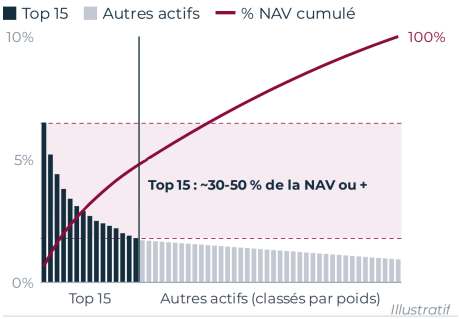
Synthèse de la revue des sous-jacents du portefeuille sélectionné pour la transaction secondaire

1 · Quels sont les value drivers du portefeuille ?
Concentration de la valeur

2 · Revue détaillée des value drivers
Grille d'analyse homogène, actif par actif

3 · Éléments déterminants dans le pricing de la transaction
Fondements de l'underwriting

POIDS DES ACTIFS DANS LA NAV DU PORTEFEUILLE



Top 15 : due diligence approfondie des acheteurs

Autres actifs : due diligence moins approfondie, utilisation de données statistiques

DONNÉES COLLECTÉES PAR ACTIF

Profil	Secteur, business model, positionnement
Détention	% détenu par le gérant
Poids	Part dans la FMV du fonds
Valorisation	Méthodologie retenue et MOIC extériorisé
Financiers	Évolution du CA, croissance, marge d'EBITDA, levier
Sortie	Visibilité et niveau de multiple attendu

FACTEURS CLÉS DE L'UNDERWRITING

1 **Value drivers**
Le portefeuille est-il concentré sur quelques lignes ?

2 **Sorties et DPI**
Quelles sorties à court/moyen/long terme et quelle modélisation de DPI ?

3 **Solidité de la NAV**
La valorisation actuelle est-elle robuste ?

4 **Potentiel de création de valeur**
Les actifs sous-jacents offrent-ils un potentiel de création de valeur significatif ?

Plus la visibilité sur les sous-jacents est forte, plus l'acheteur peut **diminuer sa décote**.

Source : Jasmin Capital

L'accompagnement de Jasmin Capital

Jasmin Capital accompagne les LPs dans toutes les étapes de leur vente sur le marché secondaire. L'équipe réalise notamment, à *titre pro bono*, des **analyses approfondies de** portefeuille permettant d'identifier les opportunités de cession les plus pertinentes et de structurer une stratégie de mise sur le marché adaptée aux objectifs de chaque investisseur.

Composée de **10 professionnels**, notre équipe Advisory accompagne ses clients à chaque étape du processus de cession de portefeuilles allant de **5 M€ à 200 M€** :

- Analyse stratégique et revue détaillée du portefeuille afin d'élaborer une stratégie de vente répondant à l'objectif du LP
- Pré-marketing auprès d'investisseurs ciblés permettant de tester l'appétit du marché et d'affiner le périmètre de cession
- Organisation et pilotage d'un processus compétitif auprès d'un large univers d'acheteurs, incluant tant les acteurs établis que les investisseurs plus spécialisés
- Accompagnement jusqu'à la signature et au transfert des participations, en coordination avec les conseils juridiques et les parties prenantes concernées

Grâce à sa connaissance approfondie du marché secondaire et de ses principaux intervenants, Jasmin Capital aide les LPs à maximiser les conditions de cession tout en s'assurant que la transaction répond pleinement à leurs objectifs stratégiques, financiers et opérationnels.

À propos de Jasmin Capital

Fondée en 2011, Jasmin Capital est une société indépendante de conseil spécialisée dans les actifs non cotés. Jasmin Capital intervient sur cinq expertises clés : le placement de fonds, le conseil en transactions secondaires (GP-led et LP-led), le conseil stratégique auprès des GPs, le conseil pour Institutionnels & Family Offices et la syndication de co-investissement.

Depuis sa création, Jasmin Capital a accompagné plus de 50 levées de fonds en Private Equity, Private Debt et Infrastructure, et conseille 15 à 25 transactions secondaires par an.

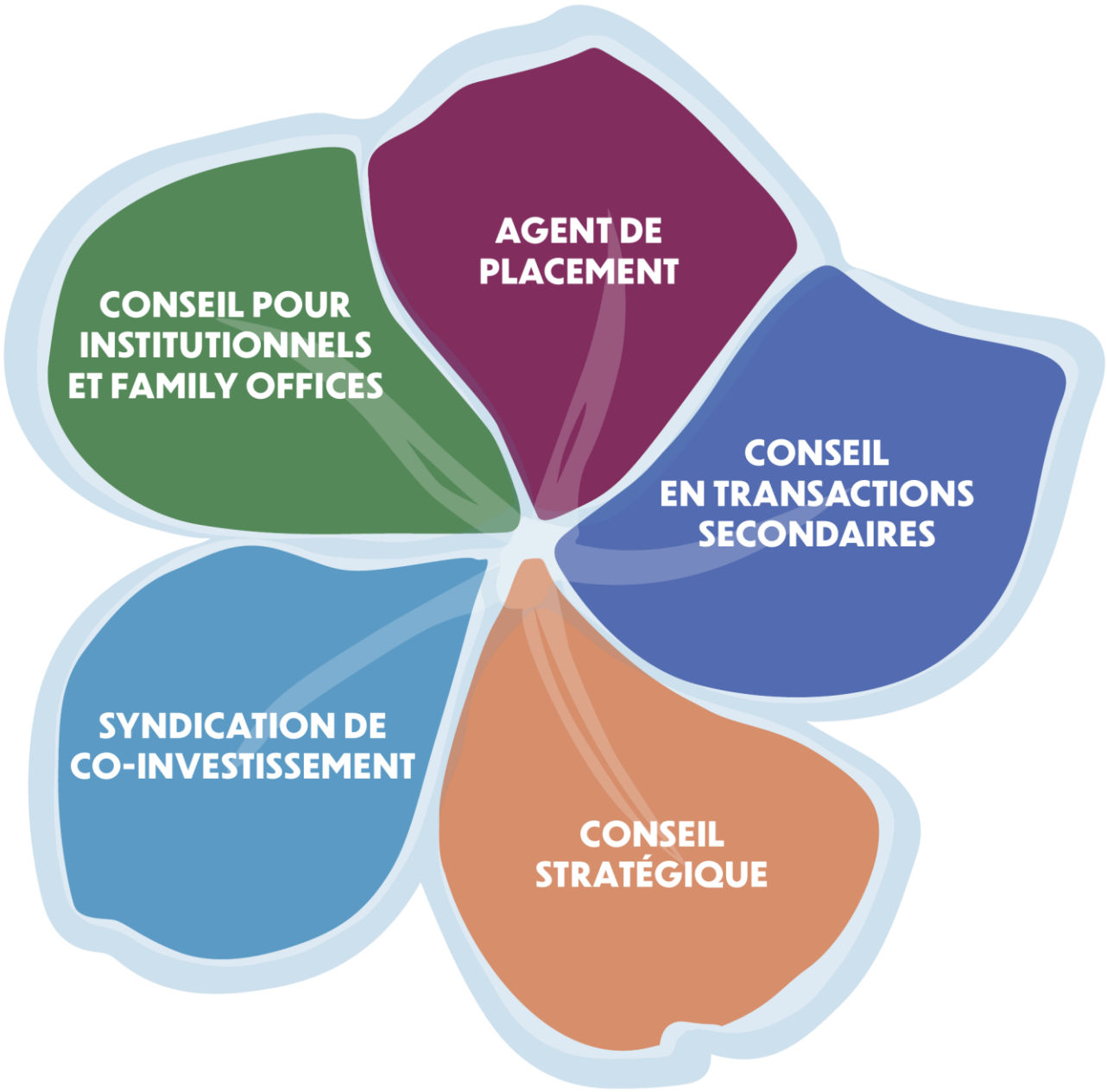
L'équipe de Jasmin Capital est composée de 20 professionnels issus de 7 nationalités différentes et bénéficie d'un large réseau de LPs et GPs en Europe, Amérique, Asie et Moyen-Orient.

Contact

Gilles Morel
Associé
gmorel@jasmincapital.com

Jasmin capital

Conseil en investissement non coté



PRIVATE EQUITY | INFRASTRUCTURE | PRIVATE DEBT

18, avenue de Messine 75008 Paris
Tél +33 (0)1 83 62 82 59 - contact@jasmincapital.com
www.jasmincapital.com

Jasmin Capital © 2026