



## EN BREF

En 2023, Jasmin Capital s'est renforcé avec les nominations de :

Vincent Goupil, Partner,  
Gilles Morel, Partner,  
Carl Dionet, Vice-President,  
Filippo Alberti, Senior Associate,  
Marthe Fahre, Senior Associate,  
ainsi que les recrutements de :  
Kevin Li, Vice-President,  
Jeremy Cerf, Senior Associate,  
Pierre-Alexandre Anglards, Associate,  
Bérengère Brun, Associate.

L'équipe de Jasmin Capital est ainsi composée de 20 personnes.

Jasmin Capital intervient en private equity, infrastructure et private debt :

- Placement de Fonds
- Transaction secondaire
- Syndication de co-investissement
- Conseil marketing et étude d'image
- Rapprochement de société de gestion
- Conseil pour family offices et investisseurs institutionnels



32, rue de Caumartin - 75009 Paris  
contact@jasmincapital.com  
[www.jasmincapital.com](http://www.jasmincapital.com)  
Tél +33 (0)1 83 62 82 59

## Fonds de continuation : les travaux de valorisation sont au cœur des relations GPs/LPs

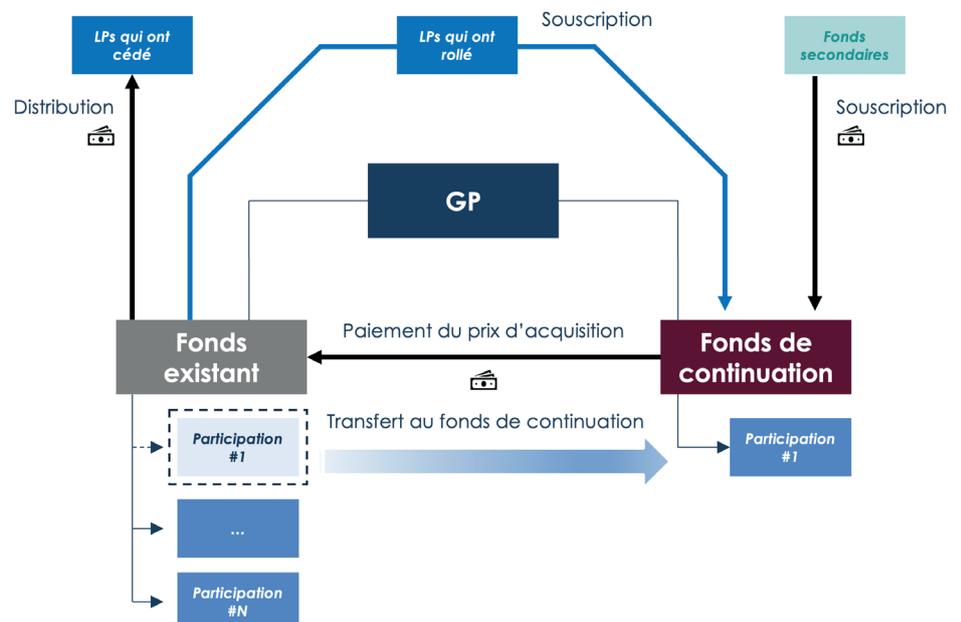
La tendance est confirmée : les General Partners (GPs) sont de plus en plus nombreux à intégrer les fonds de continuation – aussi appelés GP-led – comme une option de sortie à part entière. Après une phase d'amorçage puis de montée en puissance ces dernières années, le contexte actuel, marqué par un ralentissement des voies de sortie traditionnelle, favorise l'essor de ce type de transaction, qui représente désormais la moitié des volumes secondaires.

Jasmin Capital anticipe que cette tendance va se poursuivre.

Les fonds de continuation permettent aux GPs de structurer un nouveau véhicule pour accompagner une ou plusieurs participations sur le moyen terme et révéler la création de valeur associée, tout en offrant une fenêtre de liquidité anticipée aux Limited Partners (LPs).

L'intervention d'un conseil expérimenté pour la structuration d'un GP-led permet de garantir au mieux un processus exhaustif à la fois pour les GPs et les LPs, et de défendre les intérêts de toutes les parties prenantes.

### Mécanisme du fonds de continuation



# Transactions Secondaires

## ENTRETIEN



**GILLES MOREL**  
Partner  
Jasmin Capital



**KEVIN LI**  
Vice President  
Jasmin Capital

Depuis 2020, les opérations GP-led prennent une part prépondérante dans les volumes secondaires. Les GPs se familiarisent de plus en plus avec ce type de transactions, qui gagne peu à peu les segments Small- et Mid-cap, marchés qui étaient jusqu'alors moins exposés.

Le fonds de continuation est l'outil par excellence dans la panoplie des gérants pour étendre la durée de détention de leurs participations. Le GP-led a aussi le mérite de pouvoir répondre aux demandes de liquidité des LPs, en particulier dans le contexte actuel où les marchés du M&A et des IPO se sont considérablement ralentis.

### Transactions secondaires : la part des volumes GP-led est en progression depuis 2015 (en Md\$)



## Fonds de continuation : entre option de liquidité et juste valorisation pour les LPs

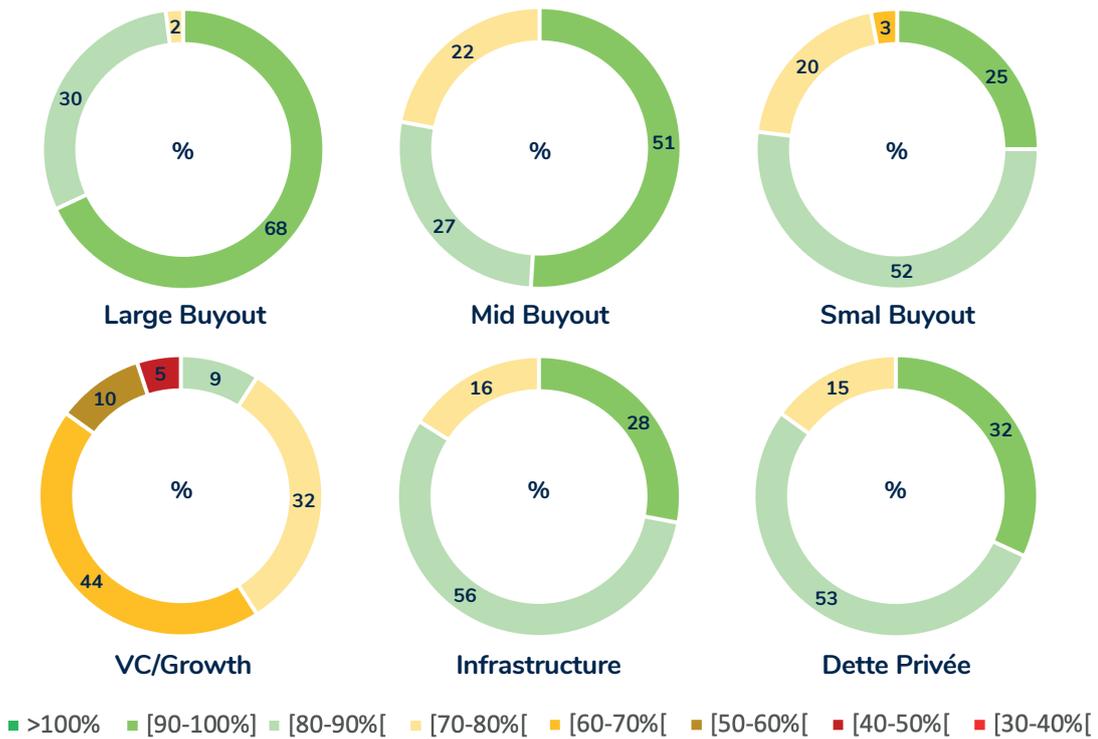
90% des LPs interrogés par *Private Equity International* dans le cadre d'un sondage jugent qu'il est nécessaire d'inclure des travaux de valorisation de tierces parties indépendantes dans toute transaction secondaire de type GP-led. Le pricing est un élément qui peut se révéler épineux dans le cadre d'un projet de fonds de continuation. Les LPs doivent être assurés de ne pas avoir été lésés, que le prix ait été négocié en préservant leurs intérêts (puisque le GP est à la fois du côté acheteur et côté vendeur) et qu'une sortie classique via une IPO ou un process M&A n'aurait pas pu donner un prix sensiblement supérieur.

Dans les conditions de marché actuelles, les transactions LP-stake se négocient généralement avec une décote allant jusqu'à 15% par rapport aux dernières NAV reportées sur les segments Small et Mid Buyout (contre moins de 10% pour les stratégies Large Buyout).

Le rerating ayant été moins marqué sur les valorisations des actifs non-cotés par rapport à leurs alter-egos cotés, les décotes demandées par les fonds secondaires peuvent paraître à première vue importantes. Ces derniers basent une partie de leur travail de valorisation sur les comparables boursiers.

Dans le cas d'un processus compétitif aboutissant à un pricing en-dessous de la NAV, le GP doit expliquer à ses LPs le prix obtenu et être capable de répondre aux questions clés : remise en cause de la NAV historiquement inscrite dans les rapports de gestion et pertinence d'explorer une autre voie que le secondaire pour obtenir un meilleur prix.

Attentes en matière de pricing des fonds secondaires (pricings exprimés en % de la dernière NAV connue)



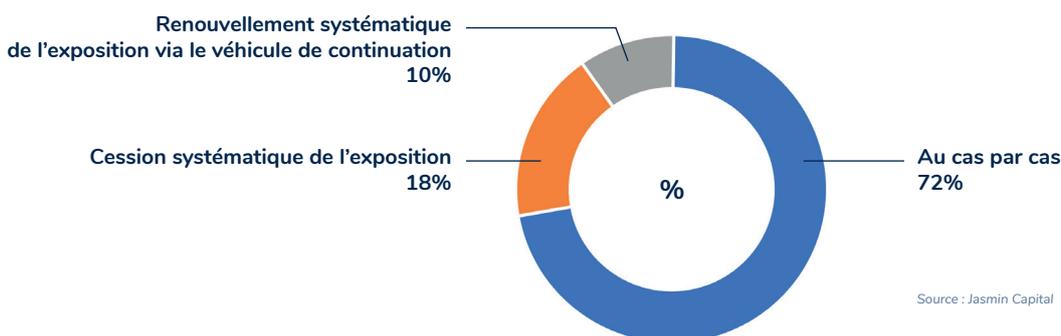
## Limited Partners : de simples apporteurs de capitaux à parties prenantes dans la prise de décision

L'implication des LPs dans le processus de prise de décision concernant l'investissement de leurs capitaux s'est grandement accrue au fil des années, portée par la demande croissante de transparence et d'influence sur les décisions d'investissement. En outre, l'essor du co-investissement a également obligé les LPs à gagner en agilité et à mieux se structurer. Ils ont développé les capacités nécessaires pour évaluer rapidement le deal-flow et prendre une décision d'investissement.

La démocratisation des fonds de continuation a aussi contribué à sortir les LPs de leur rôle d'investisseurs relativement passifs, en mobilisant leurs ressources dans l'appréciation des offres soumises par les fonds secondaires.

La décision finale de réinvestir ou de vendre n'appartient qu'aux LPs mais le GP a tout intérêt à faciliter la prise de décision. Le GP accompagne ainsi ses partenaires LPs en vue de l'opération (comité consultatif, Q&A, présentations) et apporte toute analyse contribuant à prouver la légitimité et la pertinence du pricing obtenu. Pour ce faire, le GP peut s'appuyer sur les différents outils à sa disposition et de l'expérience de son conseil en structuration de GP-led.

### Les décisions de réinvestissement dans le cadre des fonds de continuation se font généralement au cas par cas



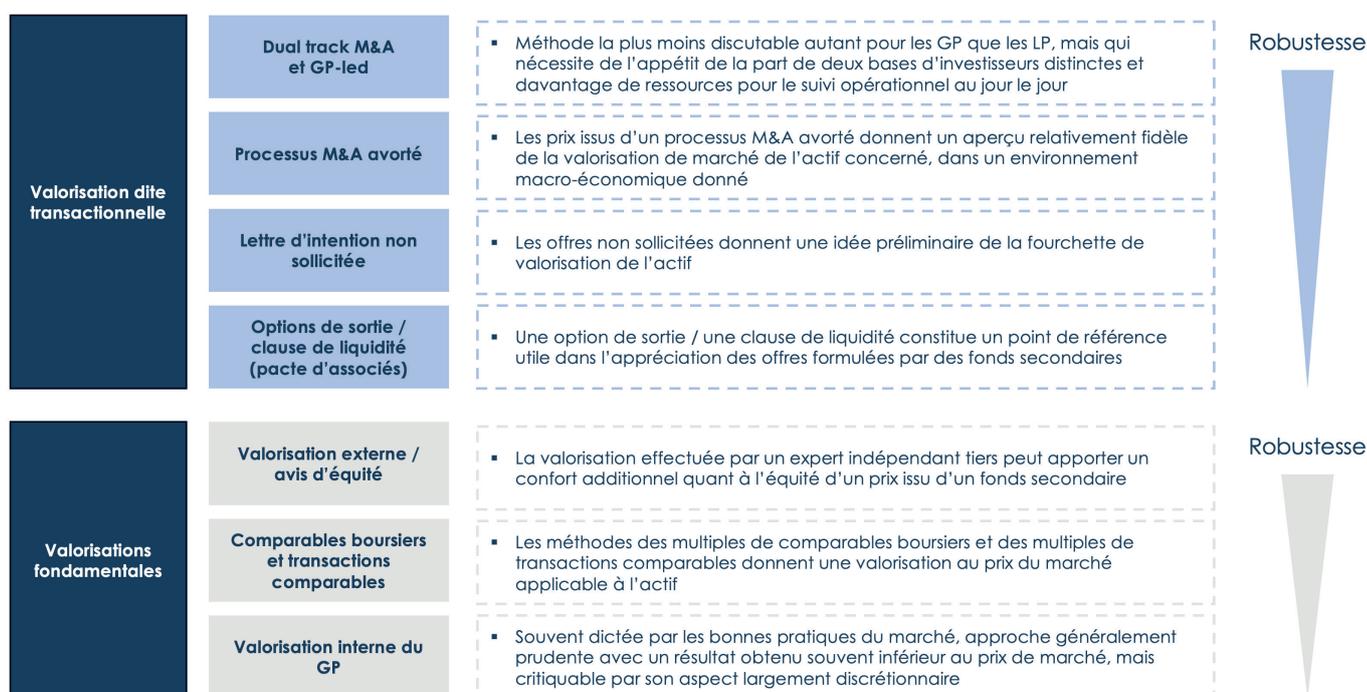
# Fonds secondaires : des acteurs rompus à l'exercice de la juste valorisation d'actifs

Forte de son expérience de conseil pour la structuration de fonds de continuation, Jasmin Capital a regroupé ci-dessous différentes méthodes de valorisation pouvant être utilisées pour légitimer un prix proposé par les fonds secondaires.

Nous distinguons deux typologies de méthodes de valorisation : celles dites **transactionnelles** et celles **fondamentales**. Si les valorisations issues d'une analyse fondamentale (comptable / analytique) sont traditionnellement privilégiées et plébiscitées coté vendeurs, les valorisations issues des méthodes transactionnelles résultent sans grande surprise préférées par les acheteurs.

Avec l'avènement des fonds de continuation et l'appropriation par les fonds secondaires des outils de valorisation les plus pertinents, l'audience adressable par les process GP-led s'élargit de jour en jour. Les enchères sont toujours plus compétitives, alimentant une saine intensité concurrentielle sur les prix.

## Le marché secondaire privé est rompu à l'utilisation d'une large boîte à outils en matière de valorisation



Source : Jasmin Capital

### ■ Valorisation interne des GPs

Les gérants de fonds fournissent **régulièrement** (trimestre, semestre) un arrêté de la NAV de leurs portefeuilles afin de donner à leurs LPs la valeur du fonds. La pratique veut que les GPs **détaillent les méthodes de valorisation utilisées** en précisant les **hypothèses** et les **inputs retenus**, ainsi que tout ajustement ou décote qui aurait été appliqué. L'objectif est de dissiper tout doute sur une valorisation discrétionnaire infondée.

Dans les fonds de *Private Equity* directs, les valorisations internes des NAV ont tendance à être prudentes, en ligne avec le guide des bonnes pratiques du marché. Nombreux sont les cas où nous avons observé une sortie en **premium substantielle** par rapport à la dernière NAV reportée en interne chez les GPs. Certains gérants sont ainsi à 30% de premium moyen sur une longue période.

## ■ Multiples de comparables boursiers et multiples de transactions comparables

Ces méthodes de valorisation largement utilisées dans l'industrie ont l'avantage de confronter une entreprise directement à ses comparables côtés, ou de faire appel à des transactions comparables observées dans le même secteur d'activité.

Néanmoins, la difficulté réside dans la pertinence de l'échantillon de comparables retenus et dans l'interprétation du résultat final qui est à remettre en perspective dans le contexte de marché du moment.

De même, une acquisition possédant un intérêt stratégique ou dont les synergies attendues sont significatives pourrait voir une distorsion de prix, l'acquéreur étant prêt à déboursier une prime sur la valeur obtenue par la méthode des multiples. Ainsi, la valorisation construite par ces méthodes donne une idée de la valeur d'entreprise intrinsèquement liée à l'environnement de marché. Elle peut ne pas refléter la réelle valorisation que les acquéreurs seraient prêts à payer pour cette entreprise et qui dépendrait de ses avantages compétitifs ou de ses faiblesses.

## ■ Valorisation externe / avis d'équité

Dans un projet de fonds de continuation, l'avis d'équité est un élément qui peut s'avérer critique pour s'assurer que toutes les parties prenantes reçoivent une valeur équitable pour leur investissement. L'avis d'équité est généralement fourni par un conseil indépendant qui mène ses propres travaux de valorisation et émet un avis sur l'équité des conditions financières du fonds de continuation pour l'ensemble des parties concernées.

Cet avis prend en compte de nombreux facteurs comme les projections financières utilisées, les tendances sectorielles et les transactions comparables. En fournissant un avis externe et objectif sur la valorisation et les termes du fonds de continuation, il permet d'assurer un traitement équitable entre les différentes parties et d'instaurer un rapport de confiance entre elles pour les différentes étapes de la transaction.

Afin d'offrir plus de transparence et de limiter les potentiels conflits d'intérêts liés à la valorisation de l'actif, la US Securities and Exchange Commission (SEC) a adopté, le 23 août 2023, de nouvelles règles amenant une protection supplémentaire aux investisseurs du marché du non coté. Depuis, les conseillers enregistrés à la SEC auront pour obligation de fournir un avis d'équité ou un avis sur la valorisation de l'actif, issu d'un conseiller tiers indépendant, dans le cadre de chaque transaction secondaire GP-led.

## ■ Options de sortie / clause de liquidité (pacte d'associés)

Des put options sont parfois incluses dans les pactes d'associés, permettant d'ouvrir des fenêtres de liquidité aux actionnaires. Les conditions prévues par ces options peuvent être utilisées comme des points de référence pour un fonds secondaire, dans la formulation de son offre aux LPs du fonds existant. De telles références de prix peuvent contribuer à éviter les questions relatives à la valorisation des actifs transférés au fonds de continuation.

## ■ Lettre d'intention non sollicitée

Une lettre d'intention non sollicitée peut apporter une référence en termes de prix et ainsi de valeur d'une entreprise non cotée, bien que celle-ci puisse parfois être très éloignée de la valorisation interne faite par le GP. La LOI inclut généralement une proposition de prix pour l'acquisition du capital de l'entreprise ciblée qui peut servir de point de départ pour les négociations entre le GP et le fonds secondaire intéressé. Si le prix proposé est comparable aux offres émises par les fonds secondaires, les LPs auront davantage confiance dans la valorisation proposée au sein du fonds de continuation.

## ■ Processus M&A avorté

Le nombre de processus M&A avortés ne cesse de croître en raison des conditions de marché difficiles. Durant la pandémie, Jasmin Capital a observé la hausse d'un phénomène jusqu'alors peu fréquent : la renégociation à la baisse des termes d'une offre entre deux tours, voire le retrait complet d'un acquéreur pourtant entré en phase de négociation exclusive. **Bien qu'étroitement liées aux conditions de marché**, ces valorisations constituent une référence de prix clés pour les LPs dans le cadre de l'appréciation d'une offre secondaire puisqu'elles émanent d'acquéreurs ayant réellement manifesté un intérêt malgré l'arrêt des process.

## ■ Processus dual track

Un processus dit *dual track* offre probablement le **plus haut degré de confiance possible**. Le GP peut fournir à ses LPs un prix qui a été testé sur le marché, levant les doutes quant à la justesse du prix fourni par le secondaire.

Dans ce type de vente, le GP et ses conseils gèrent côte à côte un processus M&A et un processus de vente secondaire :

- Dans la transaction M&A, les potentiels acquéreurs stratégiques et financiers sont invités à soumettre une offre pour acquérir une participation donnée d'un portefeuille ;
- Dans la transaction secondaire, les acquéreurs sont invités à soumettre une offre pour souscrire dans le fonds de continuation avec lequel le GP continuera de gérer cette même entreprise.

Dans les deux cas, les acquéreurs potentiels mènent leurs propres *due diligence* et travaux de valorisation avant de soumettre leurs offres. Si la valorisation proposée par le processus M&A est au moins comparable aux offres reçues lors du processus secondaire, le GP est plus à même de présenter le process de fonds de continuation à ses LPs.

Néanmoins, le *dual track* est compliqué à conduire et nécessite un plan d'exécution précis mené par des conseils rompus à l'exercice. Il est habituel de ne se concentrer que sur l'une des deux options à l'issue du premier tour, afin d'économiser frais, temps et autres travaux de *due diligence* aux différentes parties.

## Comment préparer les discussions autour d'un fonds de continuation ?

La qualité, la performance opérationnelle et les perspectives de croissance d'un actif restent les éléments clés d'appréciation de sa valorisation. Ils constituent sans surprise des indicateurs fiables de l'intérêt attendu de la part des fonds secondaires. Ainsi, **plus le multiple de sortie est élevé, moins le besoin d'une référence de valorisation externe se fait forte**. Toutefois, si des multiples de sortie élevés permettent d'avoir une première base permettant d'orienter rapidement les discussions de valorisation, la pratique veut que ces premières indications soient généralement validées par des travaux externes.

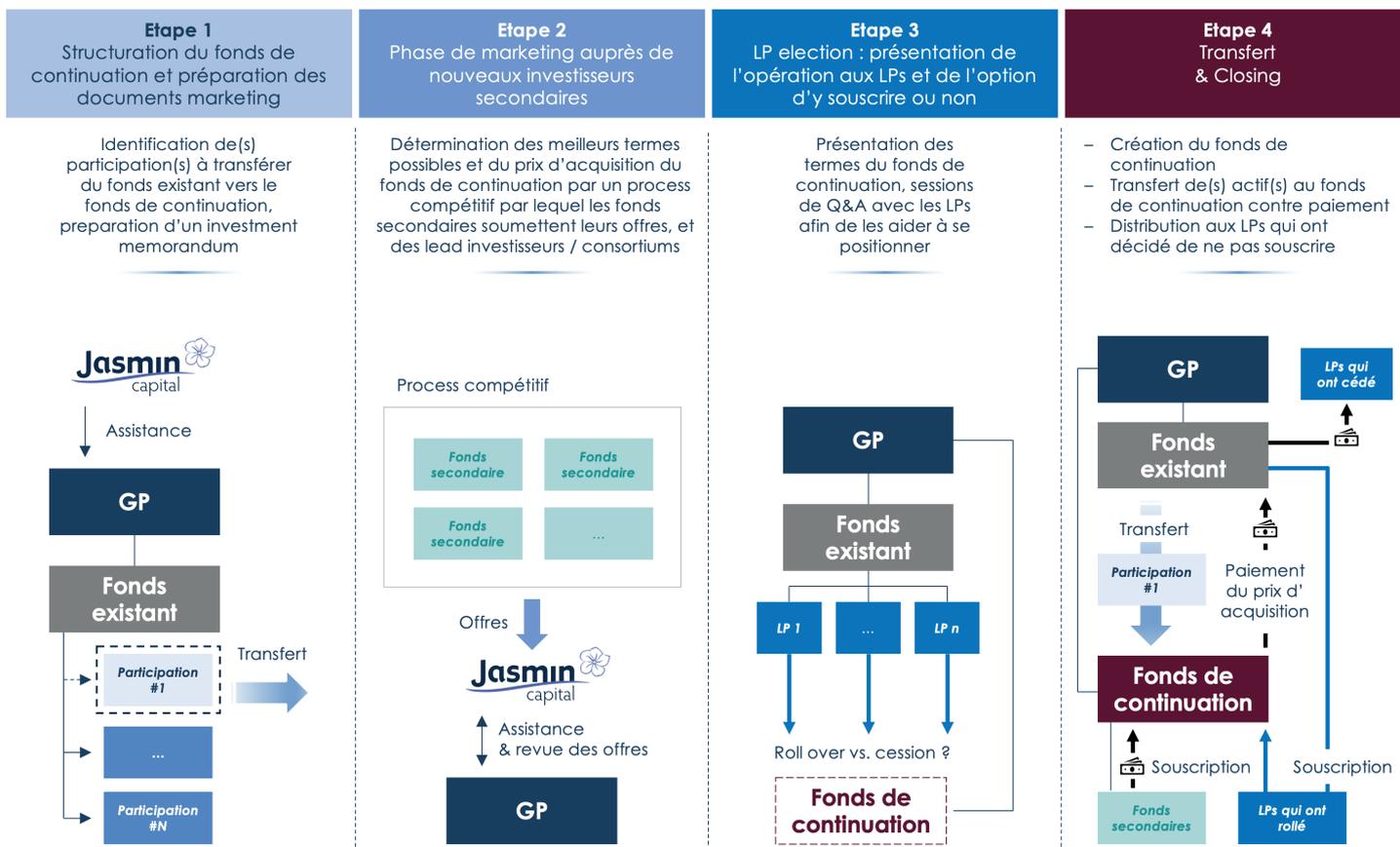
Les fonds secondaires, qui disposent de compétences poussées et de la même panoplie d'outils que banquiers d'affaires ou des gérants de fonds directs, réalisent des valorisations toutes aussi approfondies que ces derniers et sont aussi fiables et « justes » que celles qui seraient issues d'un process IPO ou d'une transaction M&A.

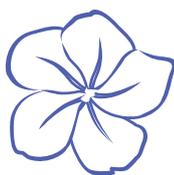
Néanmoins, il est recommandé de recourir à l'assistance d'un conseil en transaction secondaire reconnu pour mener à bien un projet de fonds de continuation. Il garantit un processus en bonne et due forme y compris une phase d'enchère ouverte afin de créer une intensité concurrentielle sur les prix.

Grâce à son large réseau auprès des fonds secondaires, Jasmin Capital peut recueillir autant de références de valorisation que possible pour obtenir le prix le plus compétitif et pertinent. De plus, nos relations et notre connaissance fine des LPs facilitent l'explication du rationnel de la transaction GP-led, ainsi que du processus de construction du prix de l'offre afin de faciliter les échanges. De leur côté, les fonds secondaires sont eux aussi nombreux à venir nous interroger de manière opportuniste pour obtenir des références de valorisation et des informations de marché, afin d'alimenter leurs travaux de valorisation vers une juste valeur de marché.

Pour les GPs, recourir aux services externes d'un conseil est un gage de sérieux quant à la rigueur qui sera délivrée durant la conduite de l'opération. La réputation et l'expérience d'un conseil établi à la fois auprès des GPs et des LPs, pourront rassurer lors des interactions avec les LPs. Il les conforte sur la mise en œuvre de tous les moyens possibles dans la préservation des intérêts de toutes les parties prenantes, et ce selon les meilleurs standards du marché.

### Le fonds de continuation en 4 étapes





Conseil pour  
Family Offices  
et Investisseurs  
Institutionnels

Agent  
de Placement

PRIVATE EQUITY  
PRIVATE DEBT  
INFRASTRUCTURE

Rapprochement  
de Sociétés  
de Gestion

Transaction  
Secondaire

Conseil Marketing /  
Etude d'image

Syndication de  
Co-investissement