

Ingénierie financière

Les solutions d'assurance dans les fusions-acquisitions

Pour couvrir leurs opérations de fusions-acquisitions, les contractants n'hésitent plus à recourir à l'assurance.

En vigueur depuis déjà une quinzaine d'années aux Etats-Unis, ces pratiques font désormais leur entrée en Europe par l'assurance de garantie de passif.

S ECOUÉS PAR LES GRANDES MANŒUVRES de fusion-acquisition, les acteurs européens s'ouvrent aux nouvelles techniques de couverture. C'est dans le développement de l'assurance de garantie de passif, que la France prend la part la plus active. Sur les douze derniers mois, une vingtaine de ces polices ont ainsi été souscrites par des vendeurs, personnes physiques et fonds d'investissements, au moment de céder leur entreprise ou leur participation. Mais le recours à ce type de garantie n'a pas été sans évolution, notamment avec l'apparition du concept de la police acheteur comme alternative à la police vendeur. D'autres techniques assurancielles encore méconnues, également inspirées des pratiques anglo-saxonnes, font aussi leur apparition sur le territoire français.

LA GARANTIE DE PASSIF, UNE ÉTAPE DÉLICATE

Négocier la garantie de passif est une étape cruciale, mais délicate dans les discussions entre acheteurs et vendeurs.

D'une part, le vendeur s'expose à voir son prix de cession, et donc potentiellement sa plus-value, sensiblement réduit du fait de la mise en jeu de sa responsabilité sur la gestion passée de la société cédée. Concéder une garantie de passif revient à créer un décalage tempo-

rel entre la sortie industrielle (matérialisée par la cession des actions) et la sortie financière (matérialisée par l'extinction de la garantie).

De son côté, l'acquéreur, en dépit des audits plus ou moins complets qu'il aura pu diligenter, cherchera à obtenir la protection la plus large et la plus précise possible contre toute «mauvaise surprise» en tant que nouvel actionnaire.

Sans compter la nécessité de sécuriser l'engagement consenti par le cédant (ce dernier sera-t-il sol-

“ Assurer la garantie de passif : vigilance sur les critères d'adossement. ”

vable en cas de mise en jeu de la garantie ?). Ce problème est généralement résolu par la mise sous séquestre d'une partie du prix de vente, ou la constitution d'une garantie bancaire.

Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que l'assurance de garantie de passif ait trouvé un accueil favorable auprès des différents intervenants dans les opérations de fusion-acquisition.

SANS GARANTIE DE PASSIF, PAS D'ASSURANCE

Il faut cependant rappeler, bien que cela semble évident à première

vue, que sans garantie de passif, il ne peut y avoir d'assurance de garantie de passif ! En ce sens, l'assurance ne constitue qu'un contrat accessoire par rapport à la convention de garantie qui joue le rôle de contrat principal.

En d'autres termes, certaines situations de blocage, comme le refus pur et simple du vendeur de consentir une garantie, ne pourront être résolues par la seule assurance. Pour dénouer ce type de situation, il faut qu'un texte de garantie soit effectivement négocié entre l'acheteur et le vendeur. Le rôle des conseils est ensuite de structurer la garantie et la police d'assurance de telle sorte qu'il y ait un adossement étroit entre les deux contrats. Sans quoi le vendeur ne pourra être exempt de conséquences financières si la garantie est mise en jeu.

Il faut s'assurer des principes d'adossement de l'assurance à la garantie de passif, même si ces principes, explicités ci-après, correspondent peu ou prou aux mécanismes usuels des conventions de garantie.



ANNE-YVONNE AUTIA



LAURENCE MOSSE

Responsables de projets du département PEMA (Private Equity & Merger and Acquisitions)

MARSH

DÉCLENCHEMENT DE L'ASSURANCE : UNE DÉCLARATION INEXACTE

Premier élément important : pour être recevable aux yeux de l'assureur, le préjudice subi par l'acheteur doit pouvoir se rattacher à une déclaration inexacte du vendeur.

A contrario, les clauses d'indemnisation «balais» présentes dans certaines garanties, par lesquelles le vendeur (garant) s'engage à indemniser l'acheteur (bénéficiaire) de tout supplément de passif ou

“ L'assurance ne peut pas toujours couvrir le défaut de recouvrement futur de créances existant à la cession. ”

d'insuffisance d'actif, indépendamment de ses déclarations préalables, excèdent la portée de l'assurance. Il se crée donc de fait un décalage par rapport à l'objectif d'adossement recherché entre la garantie et l'assurance.

En pratique, ce décalage reste théorique si les déclarations sont suffisamment complètes. Néanmoins, il est toujours préférable de limiter les déclarations à des éléments positifs, à l'exclusion des clauses «balais» dont, par définition, on mesure mal la portée exacte.

SEULS LES RISQUES NON IDENTIFIÉS SONT COUVERTS

D'autre part, seuls les risques non connus et non identifiés par les parties avant la cession peuvent faire l'objet d'une couverture. On retrouve ici la notion d'aléa chère à l'assurance, et qui correspond à la philosophie de la garantie de passif qui n'a pas vocation à couvrir les éléments connus. De fait, les risques identifiés par l'acheteur au travers des audits, ou révélés par le vendeur, doivent faire l'objet d'une négociation sur le prix de cession, l'acquéreur achetant en connaissance de cause.

D'autres solutions d'assurance peuvent néanmoins être mises en œuvre dans l'hypothèse d'un risque majeur identifié qui ne pourrait être alloué entre acheteur/vendeur : on parle alors de rachats de sinistres ou «*claim buy out*».

FAITS GÉNÉRATEURS ANTÉRIEURS À LA CESSION

Troisième règle à retenir : de même que pour la garantie de passif elle-même, seules les réclamations dont le fait générateur est antérieur à la cession sont éligibles à la police. Elles seules peuvent donc faire l'objet d'une indemnisation de la part de l'assureur.

La rédaction de certaines clauses de la garantie de passif est néanmoins susceptible de créer un hiatus avec le principe édicté ci-dessus. Les déclarations concernant les éléments de l'actif circulant (créances clients, stocks) en sont une bonne illustration. Si on prend l'exemple du poste client, il est essentiel que le vendeur ne s'engage pas sur le recouvrement futur des créances existant à la date de la cession. Le défaut de recouvrement éventuel peut, en effet, résulter d'un événement post-cession (la faillite inattendue d'un débiteur, par exemple) dont le vendeur ne doit pas supporter la responsabilité. En l'espèce, la déclaration du cédant doit donc porter uniquement sur la qualité des créances, autrement dit : leur caractère réel et certain, et le niveau adéquat des provisions comptabilisées. Des éléments qui relèvent effectivement de la gestion passée de la société !

PLAFOND D'ASSURANCE : DE LA SURCAPACITÉ À LA RÉTENTION DE RISQUE

La police d'assurance, qu'elle soit côté vendeur ou acheteur, est en règle générale adossée aux montants de plafond et de franchise prévus dans le contrat de garantie lui-même, sous réserve de cohé-

rence avec la structure de la transaction.

Concernant le plafond d'assurance, vendeurs ou acheteurs cherchent en règle générale à se couvrir à hauteur du montant de la garantie de passif. Ils peuvent néanmoins envisager d'acheter une capacité d'assurance supérieure à ce plafond pour tenir compte des frais de procédure qu'ils engageraient en cas de désaccord avec leur contrepartie sur la mise en jeu de la garantie de passif. L'objectif est, en effet, d'éviter que le plafond de l'assurance soit intégralement consommé après l'imputation de ces frais de procédure, alors même que la garantie de passif est encore susceptible d'être appelée à hauteur d'un montant résiduel.

A l'inverse, on peut également imaginer que le contrat d'assurance ne soit utilisé que pour transférer une partie du risque, l'assuré souhaitant en conserver une quote-part. La rétention de risque à la charge de l'assuré peut être proportionnelle (co-assurance avec l'assureur), venir en excès de la couverture proposée par le contrat d'assurance (l'assurance jouant un rôle de première ligne) ou en deçà de la mise en jeu du contrat d'assurance (franchise additionnelle). D'autres structurations sont possibles en fonction de la politique de rétention de risque de l'assuré (*stop loss*, implication des captives de réassurance éventuelles du groupe, etc.).

LE NIVEAU DE FRANCHISE : DU CAS PAR CAS

La franchise constitue un critère sensible d'évaluation du risque par les assureurs, et à ce titre, a un impact direct sur la détermination de la prime. Une franchise globale de l'ordre de 1 à 2 % de la valeur d'entreprise de la société cédée est l'ordre de grandeur communément admis pour des transactions de taille moyenne (50 à 100 millions d'euros). Néanmoins le niveau de la franchise reste déterminé au cas

par cas, en fonction des caractéristiques propres à chaque opération.

D'autre part, les assureurs raisonnent sur la base d'une franchise absolue, applicable globalement sur la durée de vie de la police. En clair, cela signifie que la police d'assurance ne pourra pas être actionnée tant que le cumul des sinistres éligibles n'aura pas atteint le montant de cette franchise. En re-

vanche, une fois la franchise intégralement « consommée », les sinistres suivants sont indemnisés au premier franc. Ce mode de fonctionnement, qui correspond aux pratiques habituelles en matière de garantie de passif, ne pose généralement pas de difficulté. A contrario, le mécanisme selon lequel le vendeur prend rétroactivement en charge l'intégralité des sinistres

ayant participé à la « consommation » de la franchise, n'est généralement pas acceptable du point de vue de l'assurance.

POLICE « VENDEUR » OU POLICE « ACHETEUR » ?

Pour mettre en œuvre ces couvertures de garantie de passif, les assureurs s'appuyaient jusqu'à présent exclusivement sur une ap-

1. Différences entre l'assurance de garantie de passif « vendeur » et « acheteur »

	Police vendeur	Police acheteur
Assuré	L'assuré est le vendeur	L'assuré est l'acheteur
Contrat d'assurance	De type responsabilité civile : l'assureur couvre le préjudice subi par un tiers (l'acheteur) mettant en cause la responsabilité contractuelle de son assuré (le vendeur) au titre du contrat de garantie de passif.	De type police dommage : l'assureur couvre le préjudice subi par l'assuré lui-même (l'acheteur) mettant en cause la responsabilité d'un tiers (le vendeur).
Règlement des sinistres	Notification de l'assureur par le vendeur de la réclamation de l'acheteur. Indemnités dues par l'assureur au vendeur après établissement de la responsabilité du vendeur (par voie amiable, voie de justice ou voie d'arbitrage). Les règlements dus au titre de la garantie de passif par le vendeur et de l'assurance par l'assureur sont concomitants	Notification parallèle du vendeur et de l'assureur de sa réclamation par l'acheteur. Indemnités dues par l'assureur à son assuré, en lieu et place du vendeur, après estimation du montant du préjudice dans un délai limité. Point de différence principal avec la police vendeur : la police acheteur conduit au préfinancement par l'assureur des indemnités dues par le vendeur.
Bénéficiaire	En pratique, délégation directe au profit de l'acheteur, voire du banquier qui finance l'acquisition.	L'acheteur, avec possibilité de délégation en faveur de la banque d'acquisition.
Périmètre de couverture	La rétention intentionnelle ou dolosive d'informations par le vendeur n'est pas couverte par l'assurance. Hormis la fraude du vendeur, périmètre de couverture identique, dont prise en charge des frais de procédure relatifs à la garantie de passif. Les déclarations relatives à la propriété intellectuelle, aux assurances et à l'environnement, considérées comme sensibles, sont susceptibles d'être couvertes sous réserve d'audits.	Le périmètre est plus large que celui de la police vendeur : l'assuré étant l'acheteur, le comportement « frauduleux » du vendeur ne lui est pas opposable.
Transfert des risques	Transfert des risques du vendeur à l'assureur.	En général, pas de transfert des risques du vendeur. Par l'exercice du recours subrogatoire, l'assureur peut en effet se retourner contre le vendeur en lieu et place de l'acheteur, après paiement d'une indemnité. Cependant l'assureur pourra accepter au cas par cas de renoncer à son recours sur le vendeur (sauf en cas de fraude) en contrepartie d'une rémunération accrue, permettant un transfert de risque pour les deux parties.

2. Nature des polices préconisées

	Police vendeur	Police acheteur
Substitution de la garantie de la garantie	oui	oui
Transfert de la responsabilité du vendeur	oui	non*
Préfinancement des sinistres	non	oui
Résolution des conflits d'intérêts	oui	non*

* Sauf en cas d'abandon par l'assureur de son recours subrogatoire.

proche «vendeur». Ils ont depuis complété leur dispositif d'une police «acheteur» dont le *tableau 1* détaille l'analyse comparée.

Nous n'insisterons pas sur l'intérêt évident que constitue la police vendeur à l'égard d'un actionnaire sortant, groupe industriel, personne physique ou fond d'investissement, naturellement enclin à transférer les risques résultant de la garantie de passif qu'il aura consentie. Sur le plan juridique, l'assurance peut être structurée facilement en prévoyant une délégation des indemnités d'assurance directement au profit de l'acheteur, créant ainsi un lien financier direct entre assureur et acheteur. Dans le cadre de transactions sur lesquelles Marsh est

caire ou un séquestre. Si polices acheteur et vendeur sont toutes deux en mesure de répondre à cet objectif, l'utilisation de l'une ou l'autre dépend du contexte de la transaction. Les implications sont en effet différentes.

EXEMPLE D'UTILISATION DE LA POLICE ACHETEUR

Un candidat à l'acquisition de titres d'une société dans le cadre d'une vente aux enchères («*open bid*») peut bénéficier d'un avantage concurrentiel non négligeable via une police «acheteur». En sécurisant ainsi son risque de contrepartie, son offre ne présente plus d'engagements contraignants pour le vendeur, de type séquestre ou garantie bancaire.

Signalons également l'intérêt d'une police acheteur, dont le fonctionnement est fondé sur le préfinancement des sinistres, pour les schémas de LBO. Pour ces opérations, la notion de trésorerie

constitue en effet une variable essentielle de succès. L'assurance va en effet au-delà de son rôle de «garantie de la garantie» et constitue vis-à-vis des banques qui participent à la dette d'acquisition, un argument positif, les indemnités leur étant le plus souvent déléguées directement.

Accessoirement, la police acheteur peut également être utilisée comme un moyen d'externaliser la gestion des réclamations liées à la garantie de passif auprès de l'assureur. Une fois le règlement des indemnités d'assurance effectué, l'acquéreur n'est en ef-

fet pas tenu de poursuivre son recours contre le vendeur : du fait de la subrogation, l'assureur est en mesure d'assumer cette démarche. Dans le cas de litiges portant sur plusieurs années, l'économie induite par l'externalisation est loin d'être négligeable.

QUAND DOIT-ON PRIVILÉGIER LA POLICE VENDEUR ?

En revanche, le choix d'une solution vendeur assortie d'une délégation des indemnités à l'acquéreur, permet de concilier les objectifs des deux parties (transfert de responsabilité pour le vendeur et rehaussement de crédit pour l'acheteur). Il est également préférable de choisir la police vendeur lorsque l'un des actionnaires vendeurs reste impliqué dans la gestion de la société.

C'est le cas des opérations de LMBO de deuxième génération : le manager vendeur est responsable des déclarations faites dans la garantie de passif, mais aussi indirectement bénéficiaire de cette garantie dans la mesure où il réinvestit au côté de l'acheteur dans la nouvelle holding d'acquisition.

Cette situation peut être délicate à gérer en cas de mise en jeu de la garantie de passif : l'acquéreur doit, en effet, arbitrer un réel conflit d'intérêt entre la nécessité de préserver ses relations avec le manager de sa société et celle d'obtenir réparation de son préjudice financier.

En tout état de cause, l'acheteur doit être conscient, dans l'hypothèse de la «police vendeur», que les conditions de cette police lui sont parfaitement opposables. L'acquéreur prend le risque du non-respect par le vendeur/assuré des obligations mises à sa charge dans le contrat d'assurance : obligation de coopération et surtout absence de comportement frauduleux, qui constituent une exclusion standard du contrat.

Pour conclure, de manière schématique, la police acheteur tend à mieux défendre globale-

“ La police «acheteur» fondée sur un préfinancement des sinistres est particulièrement intéressante pour les opérations de LBO. ”

intervenu, certains vendeurs ont exploité jusqu'au bout cette logique en prévoyant également que l'acheteur renonce à tout recours contre le vendeur et accepte de se limiter au périmètre des risques couverts par l'assurance.

Du point de vue de l'acheteur, préoccupé par la sécurisation de son risque de contrepartie, l'assurance de garantie de passif est recherchée comme un instrument de rehaussement de crédit. Elle aura vocation à se substituer au mécanisme de «garantie de la garantie», généralement matérialisé par une caution ban-

ment les intérêts de l'acheteur, la police vendeur, quant à elle, œuvre pour la transaction en rapprochant les points de vue des deux parties. Le *tableau 2* met en évidence la nature des polices préconisées en fonction des objectifs des parties.

**TRANSACTIONS ÉLIGIBLES :
LES SOCIÉTÉS CÉDÉES
ENTRE 50 MILLIONS
ET 1 MILLIARD D'EUROS**

Outre le respect des principes énoncés précédemment, la technique de l'assurance de garantie de passif n'est applicable que pour certaines opérations de cessions ou acquisitions. Le marché de l'assurance s'intéresse essentiellement aux transactions dont la valeur d'entreprise est comprise entre 50 millions et 1 milliard d'euros, ce qui implique approximativement des montants de garantie de 5 millions d'euros minimum.

Sont ainsi exclues les transactions de trop petite taille, difficilement rentables pour les professionnels de l'assurance. Par ailleurs, les petites sociétés présentent un profil de risque plus hétérogène, et donc susceptible d'avoir une sinistralité plus marquée.

Sont également exclues les transactions de taille très importante, pour lesquelles la capacité de couverture n'est pas forcément disponible. En l'état actuel du marché de l'assurance, des montants de garanties pouvant aller jusqu'à 75- 100 millions d'euros restent réalistes. Par ailleurs, l'expérience démontre que les grosses opérations de fusion-acquisition sont très souvent boursières, avec un capital atomisé et ne comportant pas de garantie de passif. Dans ce cas le problème de capacité ne s'est donc pas vraiment posé.

**COÛT DU TRANSFERT DU RISQUE :
ENTRE 3 ET 7 % DE LA GARANTIE**

Tout exercice visant à donner une notion du coût du transfert du risque doit être abordé avec une grande prudence, étant donné les particularités de chaque transaction.

A titre purement indicatif et en faisant abstraction d'opérations atypiques, l'expérience a montré que le coût moyen d'une assurance de garantie de passif vendeur se situe entre 3 et 6 %

“ La police «vendeur» : un moyen de concilier l'intérêt des deux parties, très utile quand l'un des actionnaires vendeurs reste impliqué dans la gestion de la société. ”

hors taxe du montant de la garantie recherchée. L'assurance de garantie de passif acheteur est légèrement plus onéreuse, son coût moyen se situant entre 4 et 7 % hors taxe, en raison de son mode de fonctionnement (préfinancement, non opposabilité du comportement dolosif du vendeur...).

Notons également qu'il existe une corrélation inversement proportionnelle entre le coût de la couverture, exprimé en pourcentage, et le montant de la capacité achetée. Plus le montant assuré est élevé, plus le taux de prime a tendance à baisser, car la probabilité de consommation marginale de la garantie diminue. ■