

## L'ESSOR DE L'ASSURANCE GARANTIE DE PASSIF DANS UN CONTEXTE DE FONDS DE CONTINUATION



*par Charline Bretagne,  
Senior M&A Insurance Broker - FINEX France  
Willis Towers Watson France*



Avec le ralentissement des transactions traditionnelles depuis 2023, les fonds d'investissements cherchent à innover et à mettre en place des solutions leur permettant de transférer des actifs détenus par des fonds arrivant en fin de vie. Une des solutions à la disposition des fonds d'investissement est la mise en place de fonds de continuation.

Cette mise en place va offrir des avantages aussi bien au sponsor (*General Partner*) qu'aux investisseurs (*Limited Partners*). Elle va permettre au sponsor de garder un actif ou plusieurs actifs performants tout en continuant à maximiser leur valeur sans avoir à les vendre à des concurrents. L'objectif final étant de redonner de la liquidité aux investisseurs d'un fonds arrivant à échéance mais dans lequel il reste un ou plusieurs actifs attrayants que le sponsor souhaite garder en portefeuille.

Les investisseurs vont ainsi avoir le choix de recevoir leur part dans le cadre du transfert au fonds de continuation ou de réinvestir dans ce même fonds.

De nouveaux investisseurs/acquéreurs vont aussi pouvoir entrer dans la danse en ayant accès à des actifs connus (contrairement à un investissement dans un fonds sans savoir précisément quels seront les futurs actifs qu'ils financent) et généralement très performants.

Alors que le volume de fonds de continuation ne cesse d'augmenter aux Etats-Unis et en Europe, il en va de même pour la mise en place de l'assurance Garantie de Passif dans ce contexte. Bien que traditionnellement utilisée dans le cadre de transactions entre deux parties distinctes, elle peut être utilisée dans ce type d'opération en tant qu'outil d'atténuation des risques pour toutes les parties prenantes. Le sponsor, les nouveaux investisseurs, les investisseurs réin-

vestissant ou vendant se trouvent ainsi protégés, les mettant tous sur un pied d'égalité. La protection offerte est similaire à celle offerte par l'assurance aux acheteurs et aux vendeurs dans le cadre des opérations traditionnelles de sortie avec quelques spécificités liées à la structure particulière d'un fonds de continuation.

L'externalisation de la responsabilité de la garantie de passif du contrat de cession vers un assureur va permettre de pacifier les négociations parfois âpres entre les parties sur la garantie de passif pour que les parties se concentrent sur d'autres sujets importants entourant l'opération. L'assurance va également être un outil pour réduire les conflits post-réalisation entre le sponsor et les investisseurs.

Côté vendeur, l'assurance permet une sortie sans responsabilité résiduelle (*clean exit*) post-clôture du fonds, sauf en cas de fraude ou dol. En proposant cette solution aux futurs investisseurs, le sponsor va aussi permettre de rendre plus attractif le fonds de continuation en attirant de nouveaux investisseurs généralement prudents qui souhaiteraient obtenir un maximum de couverture possible.

Côté acquéreur, la mise en place d'une telle solution permet d'obtenir des durées de protection plus longues, des montants d'indemnisation plus élevés et des garanties plus larges. L'objectif étant d'obtenir une meilleure protection en comparaison à l'hypothèse où la responsabilité des garanties serait supportée par le vendeur.

Dans le contexte de fonds de continuation, l'assurance offre également des bénéfices propres à ce type de transaction. A titre d'exemple, côté investisseur, il y a souvent l'impression que le sponsor va donner des garanties plus larges à un fonds de continuation que dans le cadre d'une transaction classique avec une tierce partie. En externalisant le risque vers l'assurance, cela permet de rassurer les investisseurs car leur exposition au risque est quasiment nulle. Une fois rassurés, les investisseurs auront plus de facilité à approuver l'opération.

L'autre point avantageux pour les parties est la possibilité de faire couvrir les *Excluded Obligations* moyennant une surprime (cf ci-après).

Une fois les avantages pour les parties décrits, il est intéressant de se pencher sur la couverture d'assurance en elle-même et comment la maximiser.

La couverture de la police d'assurance va être liée à la structure de la transaction. Le transfert concerne-t-il un ou plusieurs actifs ? En fonction de la structure et des audits disponibles, l'étendue de la couverture ne sera pas la même.

Il est un principe en assurance Garantie de Passif que sans audit, il n'y a pas de couverture. Même s'il faut nuancer ce point sur certains sujets, il est nécessaire de garder en tête

que l'assureur ne fait pas un chèque en blanc et que le souscripteur a besoin d'obtenir du confort afin d'offrir une large couverture. Ce confort est obtenu en grande partie grâce aux rapports d'audit et, en complément, via des échanges avec l'acquéreur et/ou les conseils de l'acquéreur. Plus le périmètre de l'audit est large et compréhensible, plus les assureurs seront en mesure d'offrir une couverture satisfaisante pour l'assuré.

Lorsqu'un seul actif est transféré il n'est pas rare de voir inclus dans le contrat de cession des garanties se rapprochant de celles usuelles d'une transaction classique. Les assureurs sont prêts à offrir une couverture large sur les garanties si certaines conditions sont remplies. L'assureur qui souscrita l'opération s'attend à ce que le management soit impliqué dans le process de *disclosure* et à ce que l'acquéreur ait fait un audit complet (juridique, social, fiscal, financier, assurances etc.) avec un périmètre similaire à celui des garanties données. Sans cela, le champ de la couverture s'en trouvera limité. Dans le cadre où un audit côté vendeur est disponible, les assureurs seront en mesure d'offrir une couverture, bien que plus limitée, avec notamment de nombreuses garanties qualifiées à la connaissance de l'équipe de transaction du sponsor côté vendeur.

Lors d'une transaction portant sur un portefeuille avec plusieurs actifs, il est coutume que les garanties se concentrent principalement sur les titres, la transférabilité et quelques garanties sur les actifs sous-jacents. Il est également classique que seuls des audits vendeurs soient disponibles. Dans ce contexte-là, les assureurs pourront offrir une couverture limitée sur les garanties liées aux actifs sous-jacents en les qualifiant à la connaissance de l'équipe de transaction du sponsor côté vendeur.

En parallèle d'une couverture des garanties, ce qui ajoute de la valeur à la mise en place d'une assurance Garantie de Passif dans le cadre d'un transfert vers un fonds de continuation est la possibilité de couvrir les *Excluded Obligations*.

Les assureurs peuvent offrir une couverture moyennant une prime additionnelle de l'ordre de 7-10%. Les *Excluded Obligations* sont des engagements côté vendeur pour lesquels les parties conviennent dans la documentation juridique qu'ils resteront à la charge du vendeur une fois l'opération finalisée. Cette liste d'engagement est assortie d'une obligation d'indemnisation du fonds de continuation par le fonds vendeur. Ces engagements sont variés mais les assureurs sont en mesure de couvrir les *Excluded Obligations* les plus classiques.

Afin de pouvoir couvrir ces engagements, les assureurs vont s'attarder sur les performances du fonds d'origine et

poseront des questions sur les clauses de *clawback*. Ils s'intéresseront également à la structure du fonds d'origine d'un point de vue fiscal.

En l'absence d'*Excluded Obligations* dans la documentation juridique négociée, certains assureurs sont même en mesure d'offrir une couverture synthétique sur ce type d'engagements. La prime additionnelle en sera plus élevée mais peut permettre de résoudre une situation de tension concernant ce sujet de façon assez simple.

Une fois le champ de couverture possible via une police d'assurance démystifié, il est intéressant de comprendre qui peut être le bénéficiaire d'une telle police d'assurance, pour combien de temps et quels sont les plafonds de garantie de la police d'assurance.

En ce qui concerne le bénéficiaire, et donc l'assuré, deux options sont possibles. Soit l'assuré est uniquement le nou-

vel investisseur, soit l'assuré peut être le fonds de continuation (seront donc inclus tout ceux ayant des intérêts dans le fonds de continuation c'est-à-dire le nouvel investisseur, les investisseurs réinvestissant et le sponsor). La nature de l'assuré aura un impact sur la prime et la franchise applicables à la police.

Si l'assuré est le nouvel investisseur seul, la prime et la franchise seront basées sur le pourcentage de détention final de l'assuré (ex : si la Valeur Nette de l'Actif du fonds est de 200M et que l'investisseur investit 100M, la prime sera calibrée pour refléter le fait que l'investisseur n'a pas investi à hauteur de 100%). La franchise sera également basée sur un pourcentage du montant d'investissement.

Si l'assuré est le fonds de continuation, la prime ainsi que la franchise seront basées sur l'intégralité de la Valeur Nette de l'Actif du fonds de continuation.