

LES ASSURANCES TRANSACTIONNELLES : DES OUTILS PERMETTANT DE FACILITER VOS OPERATIONS IMMOBILIERES TOUT AU LONG DU CYCLE D'INVESTISSEMENT

*Entretien avec Olena Vlasyuk – Responsable du département M&A and Transaction Solutions
Christophe Bonneville – Directeur du département Assurances Fiscales
Salomon Journo – Responsable du Développement Commercial
Aon France*

AON



Olena Vlasyuk



Christophe Bonneville



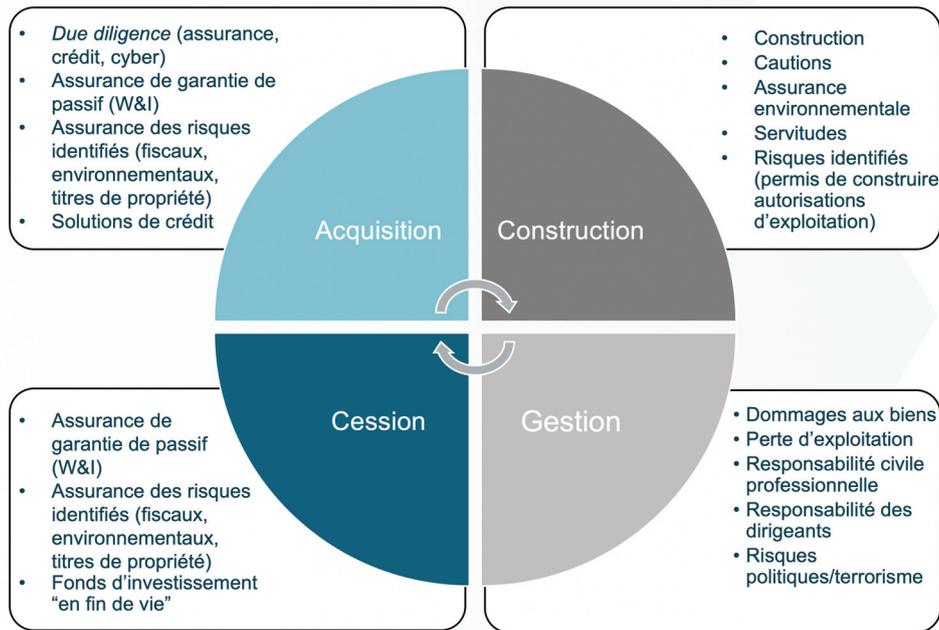
Salomon Journo

Quels types de services un courtier en assurance peut-il offrir à ses clients du secteur immobilier ?

Olena Vlasyuk : Chez Aon, nous accompagnons nos clients acteurs du secteur immobilier tout au long de leur cycle d'investissement - de l'acquisition de biens ou d'actions de sociétés immobilières jusqu'à leur cession.

Le graphique sur la page suivante présente l'étendue de nos services à chaque étape du cycle de vie immobilier. Comme vous pouvez le constater, celle-ci est très large.

Nous intervenons pour tous les types d'acteurs du secteur, aussi bien promoteurs immobiliers qui achètent pour construire, que foncières, qui investissent dans des actifs déjà existants. Notre mission est double : faciliter les transactions immobilières de nos clients (à la fois côté acheteur et côté vendeur) et maximiser les rendements des leurs investissements. Par exemple, lorsque nos clients décident d'acheter des actions dans une société immobilière, nous les aidons à mettre en place une assurance de garantie de



passif (« Assurance W&I »), pour laquelle la demande a augmenté de manière exponentielle ces dernières années. Cette assurance couvre les pertes financières résultant du non-respect des déclarations et garanties données par le vendeur dans le protocole de cession. Elle permet généralement au vendeur de bénéficier d'un *clean exit*, sans être contraint d'immobiliser une partie du produit de la vente.

L'Assurance W&I facilite les discussions entre les parties et apaise les tensions lorsqu'il s'agit de négocier la franchise, le plafond de la garantie ou la durée de celle-ci. Par ailleurs, elle contribue à ce que toute réclamation potentielle soit traitée directement avec l'assureur, un tiers solvable, sans affecter les relations commerciales entre les parties.

De plus, l'Assurance W&I remplace les contre-garanties qui sont généralement demandées par l'acquéreur dans les transactions non assurées. Historiquement, l'Assurance W&I était plutôt un outil transactionnel qui aidait les parties à conclure l'opération, mais elle devient aujourd'hui un véritable outil assurantiel compte tenu du nombre croissant de polices qui sont activées.

Par ailleurs, dans certaines transactions, les parties doivent faire face à des risques identifiés dans les travaux de due diligence ou révélés par le vendeur et qui peuvent mettre en péril la transaction. De tels risques identifiés ne sont pas couverts par l'Assurance W&I, mais il existe des polices d'assurance spécifiques qui permettent de les couvrir. De

telles solutions permettant de couvrir des risques identifiés, omniprésentes sur le marché anglo-saxon, sont de plus en plus utilisées dans les transactions immobilières en Europe.

Christophe Bonneville : Parmi les assurances qui permettent de couvrir un risque identifié auxquelles Olena fait référence, il faut évoquer l'assurance de risque fiscal, qui a connu une croissance exponentielle ces deux dernières années.

L'assurance de risque fiscal permet par exemple à un acheteur d'éviter de demander au vendeur une réduction de prix ou l'octroi d'une garantie spécifique pour un risque identifiée de la cible. Elle se présente alors en complément de l'Assurance W&I. Elle peut également couvrir un risque afférent à la transaction elle-même, en matière de droits d'enregistrement ou de TVA immobilière par exemple.

Salomon Journo : En parallèle de l'ensemble des solutions de couverture des risques identifiés/non-identifiés évoqués par mes collègues, nous intervenons également de manière récurrente sur un autre domaine dans le cadre de ces transactions immobilières : les garanties financières qui peuvent être nécessaires avant, pendant ou après une acquisition.

Ces garanties financières, qui proviennent initialement de la législation (GFA¹, GPE²...), sont devenues de véritables outils hybrides pouvant, selon les objectifs recherchés, prendre la forme de couverture bénéficiant aux parties mais aussi de levier pour accéder au financement.

¹ Garantie Financière d'Achèvement (GFA)

² Garantie de Paiement des Entreprises (GPE)

Nous travaillons aujourd'hui avec plus de 10 assureurs ayant un appétit significatif pour ces transactions et potentielles nouvelles structurations exigeant la mise en place de garanties financières afin de faciliter et sécuriser les intervenants.

Ce marché ne cesse de se nourrir des évolutions des demandes de nos clients et reste toujours à l'écoute des mouvements. En comparaison avec le marché bancaire (également en capacité d'émettre ce type de garanties) nous pouvons noter une plus grande flexibilité des assureurs sur les conditions financières, mais aussi d'intervention (*wording, cash collateral...*).

Comment les solutions d'assurance peuvent-elles simplifier les transactions immobilières ?

Olena Vlasyuk : Tout d'abord, en raison de l'inflation et de l'augmentation du coût de la dette, le marché des fusions-acquisitions a ralenti, le nombre de transactions a diminué et le secteur immobilier est beaucoup plus affecté que d'autres secteurs, tels que ceux de la santé, des nouvelles technologies ou des infrastructures.

Dans ce contexte, toutes les solutions transactionnelles susceptibles d'aider à conclure une affaire doivent être explorées.

En ce qui concerne l'Assurance W&I, elle peut être très utile pour accélérer le processus de vente et faciliter un clean exit du vendeur, car beaucoup d'entre eux sont assez réticents à donner des garanties, notamment si le vendeur est un fonds d'investissement. L'Assurance W&I peut alors procurer un avantage stratégique dans le cadre d'un processus compétitif.

En ce qui concerne les risques identifiés, ils peuvent être assez variés dans le secteur immobilier et leur découverte peut compromettre la réalisation du projet. Dans de nombreuses situations, l'assurance permet aux parties de contourner cet obstacle en externalisant l'exposition financière résultant du risque identifié vers l'assureur. Par exemple, le produit *Title Insurance* permet d'assurer les risques liés aux titres de propriété (irrégularités dans la chaîne de titres de la propriété, division irrégulière d'un terrain ou d'un bien immobilier, etc.).

Il existe également des produits d'assurance qui couvrent la validité des permis de construire et permettent aux acteurs immobiliers d'éviter les éventuelles pertes financières résultant d'une annulation du permis.

Nous avons récemment structuré une *Title Insurance* pour le compte d'une banque qui finançait un projet d'envergure mais souhaitait sécuriser la libération des fonds prêtés en cas de contestation du projet (risque assez fréquent).

Parmi d'autres exemples récents d'intervention, je peux citer la couverture d'un risque portant sur un entrepôt pour lequel il manquait une autorisation d'exploitation, la couverture d'un risque portant sur un projet avec des irrégularités dans le permis de construire, ou un permis dont la validité a été contestée par des associations.

La sensibilisation accrue des avocats et des notaires sur l'existence de ces produits a contribué à débloquer de nombreuses transactions qui n'auraient jamais pu se faire sans une significative réduction de prix ou une garantie financière émise par le vendeur.

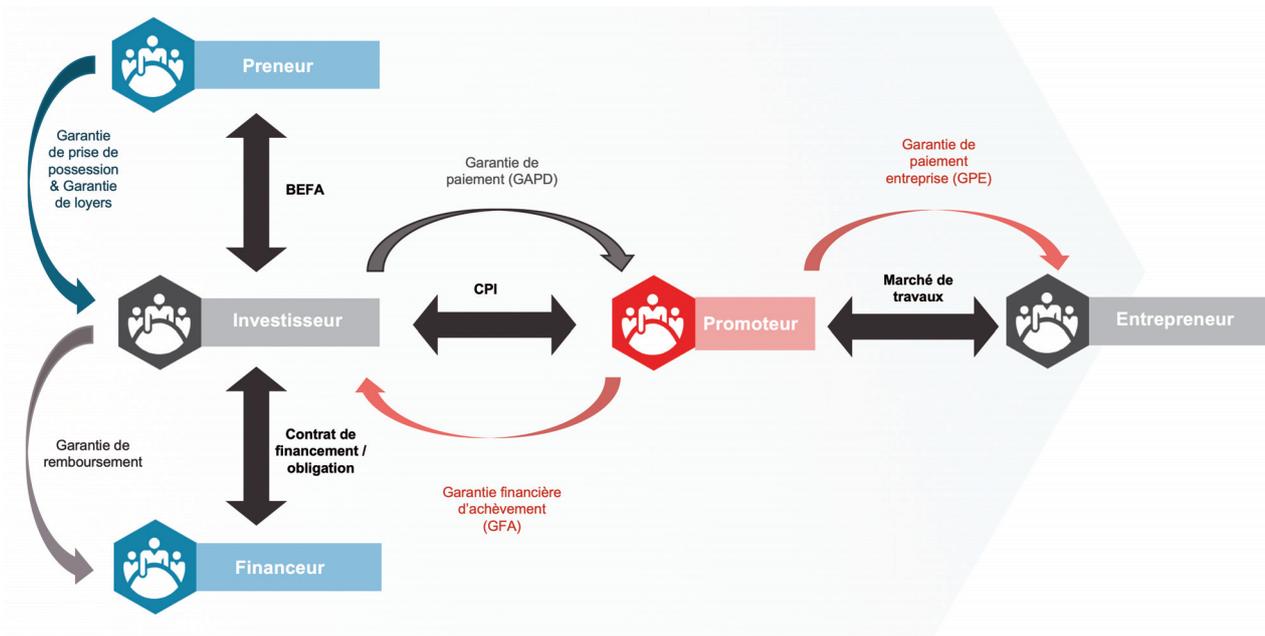
Nous recevons de plus en plus de demandes portant sur des risques identifiés, la nature de ces risques est très différente et l'appétit des assureurs pour ce genre de risques a considérablement augmenté.

Christophe Bonneville : En ce qui concerne l'assurance de risque fiscal, elle peut être utilisée soit en complément de l'Assurance W&I, pour les risques de la cible, soit pour couvrir les risques afférents à la transaction elle-même.

Dans un contexte où les vendeurs sont habitués à céder avec un clean exit, l'assurance est une formidable alternative aux solutions traditionnelles de couverture du risque que sont les réductions de prix ou les garanties spécifiques consenties par le vendeur. Les risques de la cible tels que la bien connue taxe de 3%, les taux d'intérêt sur les prêts d'actionnaires, l'application des régimes d'exonération d'IS de certains véhicules d'investissement, pour n'en nommer que quelques-uns, sont fréquemment assurés. Du point de vue de l'acheteur qui dépose une offre dans le cadre d'un processus compétitif, disposer d'une assurance de risque fiscal pour un risque identifié peut permettre à son offre d'être plus attractive que celle de ses concurrents puisqu'il s'abstiendra de demander une protection « traditionnelle ».

Pour les vendeurs, les plus sophistiqués d'entre eux peuvent parfois approcher le marché assurantiel de manière proactive, en amont d'une cession. Ainsi, si la *vendor due diligence* identifie un risque fiscal significatif, le vendeur peut prendre les devants en cherchant à obtenir des termes d'une couverture assurantielle, pour ensuite, soit demander aux acquéreurs de les reprendre à leur compte, quitte à en supporter ou partager le coût, soit se servir de l'assurance pour couvrir l'éventuelle garantie spécifique qu'il consentirait.

S'agissant des risques de la transaction elle-même, l'assurance de risque fiscal permet au vendeur et à l'acheteur de se mettre d'accord sur une structure donnée sans supporter, ou faire supporter à l'autre partie, les risques éventuels qu'elle pourrait receler. Il peut en effet arriver



que la structure proposée par une partie fasse courir un risque supplémentaire à la contrepartie. Les négociations peuvent alors devenir très compliquées. L'assurance de risque fiscal, en couvrant le risque généré par la structuration proposée, facilite grandement le déroulement des négociations. Nous entendons des clients nous dire que sans l'assurance, la transaction n'aurait pas pu aboutir.

Pour prendre un exemple simple, l'application de l'exonération de TVA aux cessions d'actifs qualifiés d'universalité de biens est fréquemment incertaine. Même lorsque la question semble bénigne parce que les parties se sont entendues pour corriger le traitement TVA en cas de redressement, le risque que l'acheteur, ou le vendeur dans certains cas, n'existe plus ou ne soit plus solvable lorsque la correction doit être effectuée, ou la « simple » question du financement de la TVA alors due, peut retarder, voire menacer, la réalisation de l'opération. Couvrir le risque par le biais de l'assurance est le parfait remède à ces problèmes.

Salomon Journo : Les garanties financières peuvent être utilisées à la fois pour sécuriser des partenaires sur leur capacité à honorer des engagements contractuels (réalisation, paiement...), mais aussi pour obtenir des lignes de financement nécessaires à la transaction.

Exemple (voir graphique ci-dessus) : un Investisseur peut demander la mise en place d'une GFA au Promoteur afin d'obtenir un financement pour l'acquisition et, dans le même temps, être tenu de délivrer une garantie de paiement à ce même Promoteur permettant à ce dernier

d'obtenir son propre financement pour l'achèvement de l'immeuble.

Le périmètre de ces garanties financières n'est pas limité uniquement aux acteurs intervenant dans le cadre de ces opérations immobilières mais sont aussi régulièrement demandées afin de couvrir des revenus futurs entre un Investisseur (futur bailleur) et un Preneur. Sur ce thème, nous mettons souvent en place des Garanties de Prise de Possession afin de couvrir le risque de *No Show* d'un signataire de BEFA³ mais aussi des Garanties de Loyer afin de couvrir la somme des loyers échus et à échoir de manière ferme sur l'ensemble du bail.

Ces couvertures évoluent sur chaque transaction selon les besoins de parties.

Voyez-vous une évolution dans les besoins de vos clients et comment l'assurance s'adapte-t-elle à cette évolution ?

Olena Vlasyuk : Oui, nous constatons une évolution dans les besoins et les demandes de nos clients, qui entraînent des changements sur le marché de l'assurance. Il est important de noter que le nombre d'assureurs fournissant des assurances transactionnelles a considérablement augmenté au cours des dernières années, ce qui a créé un environnement très compétitif et nous a permis de repousser certaines limites. Par exemple, il y a quelques années, les assureurs n'étaient pas disposés à accepter une structure de transaction sans exposition financière du vendeur et, aujourd'hui, le plafond de responsabilité à 1€ est devenu

³ Bail en l'état futur d'achèvement (BEFA)

une pratique courante sur le marché de l'Assurance W&I. La même observation s'applique en ce qui concerne les franchises : il y a quelques années, les assureurs appliquaient une franchise sur les transactions dans tous les secteurs, alors qu'aujourd'hui il n'y a plus de franchise dans les transactions purement immobilières.

Certains assureurs ont également accepté de couvrir, dans les transactions purement immobilières, la période intermédiaire entre le *signing* et le *closing*, ce qui n'était absolument pas envisageable il y a encore quelques années. Il s'agit d'une option que les parties peuvent souscrire pour une durée allant jusqu'à quatre mois. Cette évolution est la réponse du marché des assurances à la demande de nombreux acteurs du secteur immobilier qui souhaitent s'exonérer de toute responsabilité relative à cette période intermédiaire.

Une autre innovation qui reflète l'évolution du marché des assurances est l'apparition de l'assurance synthétique, qui permet d'assurer une transaction en l'absence de toute garantie donnée par le vendeur dans le protocole de cession.

Christophe Bonneville : S'agissant de l'assurance de risque fiscal, ces dernières années l'appétit du marché s'est accru de manière exponentielle. A ce jour nos clients nous approchent toujours le plus souvent dans des situations où le risque est d'un niveau relativement faible, mais d'un impact financier potentiellement lourd. Ces risques sont parfois décrits comme de niveau « faible » ou « moyen » dans les rapports de due diligence. Ce sont des risques qui ne sont pas facilement traités par le biais de solutions traditionnelles, telles que les réductions de prix ou les séquestres.

Cela dit, nous avons récemment constaté un appétit croissant de certains des assureurs pour des risques quelque peu plus sensibles – tels que des risques déjà abordés par l'administration dans le cadre de contrôles fiscaux, voire qui auraient déjà pu faire l'objet de redressements.

Par ailleurs, historiquement, le marché faisait preuve d'un tropisme pour les risques de nature « technique ». Nous entendons par là des risques dont le cadre factuel est clairement défini, mais pour lesquels la façon dont la législation trouvera à s'appliquer est incertaine. Nous avons travaillé avec les assureurs afin qu'ils portent désormais leur intérêt sur d'autres types d'incertitudes – telles que les questions d'évaluation – que l'on retrouve notamment dans la question de la prépondérance immobilière.

Une autre tendance qui mérite d'être relevée est l'évolution du marché vers des risques plus prospectifs. Lorsque le marché était naissant, presque tous les risques assurés étaient de nature « historique ». L'évènement imposable avait déjà eu lieu, et la question était de savoir si son traitement pouvait être remis en cause. Désormais, nous voyons un nombre significatif de polices d'assurance « prospectives », dans lesquelles les contribuables cherchent à garantir le traitement d'un évènement qui n'est pas encore arrivé – une vente future, une distribution transfrontière dans le cadre d'une remontée de cash envisagée, une opération de restructuration à venir, par exemple. Nos clients utilisent alors l'assurance comme une alternative, ou en complément, à un rescrit fiscal – obtenant ainsi la certitude du coût fiscal de l'opération, grâce à l'intervention d'un assureur plutôt que de celle d'une administration dont la réaction peut être difficile à prédire.

Salomon Journo : Comme j'ai pu le mentionner précédemment, les garanties ne cessent d'évoluer sur chaque transaction afin de répondre aux besoins spécifiques de chaque partie afin de réaliser la transaction.

Nous pouvons par exemple noter des différences significatives entre les demandes de garantie des banques finançant les projets de manière traditionnelle et celles des fonds d'investissement finançant ces mêmes projets sur tout ou partie du montage.

En ce qui concerne le sujet du financement, nous avons récemment été approchés pour structurer une solution de financement alternative aux financements bancaires dans le cadre d'opérations de promotion immobilière : l'idée était d'obtenir le montant total des revenus futurs à la signature de la vente en VEFA⁴ ou CPI⁵ afin de disposer d'une plus grande marge de manœuvre en termes de liquidité et réaliser plus d'acquisitions.

Ce type de structuration nécessite une couverture globale de l'ensemble des potentiels risques opérationnels qui compromettraient le bon achèvement de l'immeuble et mettraient en défaut le financeur :

- Risque de faillite du promoteur
- Risque d'impayé de l'acheteur
- Risque de recours des tiers

Ce type de demandes est certainement lié à la tension du marché immobilier actuel, mais aussi aux marchés des liquidités (banques), pouvant représenter un risque systémique pour les acteurs de cette industrie.

⁴ Vente en l'état futur d'achèvement (VEFA)

⁵ Contrat de Promotion Immobilière (CPI)