Risques

Les cahiers de l'assurance

■ Stimuler l'innovation dans la société française
Thierry Breton

■ Risque, opinion publique et assurance
Claire Dorland-Clauzel
Michèle Froment-Védrine
Robert Leblanc
Jean Marimbert
Nicolas Narcisse
Martin Vial
Robert Zarader

■ L'assurance et le financement de l'économie
Pascal Bied-Charreton
Christian de Boissieu
Jean-Jacques Gauguier
Jean-Hervé Lorenzi
Dominique Senequier
François de Varenne
Daniel Zajdenweber

■ Études et livres
Gilles Bénéplanc
Thierry Dubocage
Julien Husson
Pierre Martin
Marc Nabeth

n° 65 ■ Trimestriel Mars 2006
SEDDITA

Risques

Les cahiers de l'assurance

n° 65

Janvier - Mars 2006

SEDDITA - 2006
Il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement la présente publication – Code de la Propriété intellectuelle – sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins 75006 Paris.

Comité éditorial

Jean-Hervé Lorenzi
Directeur de la rédaction

Pierre Bollon
Études et livres

Robert Leblanc
Société

Gilles Bénéplanc Daniel Zajdenweber
Risques et solutions

Philippe Trainar
Analyses et débats

Jean-Marc Boyer Anne Morrier François Ewald

Joëlle Rolland
Secrétaire de rédaction

Comité scientifique

Philippe Askenazy, Mathieu Baratas, Jean Berthon, Michel Bisch, Jean-François Boulier, Dominique Bourg, Marc Bruschi, Philippe Casson, Françoise Chapuisat, Pierre-André Chiappori, Michèle Cohen, Georges Dionne, Patrice Duran, Georges Durry, Louis Eeckhoudt, Didier Folus, Pierre-Yves Geoffard, Claude Gilbert, Christian Gollier, Marc Guillaume, Bernard Guillochon, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Sylvie Hennion-Moreau, Dominique Henriet, Christian Hess, Vincent Heuzé, Jean-Pierre Indjehagopian, Pierre Jacquet, Gilles Johanet, Jérôme Kullmann, Dominique de La Garanderie, Gérard de La Martinière, Pierre-Marie Larnac, Daniel Laurent, Claude Le Pen, Laurent Leveneur, Olivier Mareuse, Luc Mayaux, Jean-Christophe Meyfredi, Erwann Michel-Kerjan, Alain Moeglin, Stéphane Mottet, Michel Mougeot, Bertrand Munier, Yves Negro, Carlos Pardo, Jacques Pelletan, Pierre Pestieau, Philippe Pierre, Pierre Petauton, Pierre Picard, Manuel Plisson, Jean-Claude Prager, André Renaudin, Bruce Roger, Christophe Roux-Dufort, Christian Schmidt, Côme Segretain, Jean-Charles Simon, Olivier Sorba, Didier Sornette, Charles Tapiero, Patrick Thourot, Alain Trognon, François de Varenne, Nicolas Véron, Catherine Vesperini, Jean-Luc Wybo

Sommaire

1. *Société* Stimuler l'innovation dans la société française

Entretien avec
Thierry Breton, ministre de l'Économie des Finances et de l'Industrie 9

2. *Risques et solutions* Risque, opinion publique et assurance

Gilles Bénéplanc, *Introduction* 15
Nicolas Narcisse, *Étude de perceptions* 17
Michèle Froment-Védrine, *Évaluation et perception du risque* 23
Jean Marimbert, *Préoccupation de l'opinion publique face aux risques : Quelles réponses apportées par les décideurs publics et privés ?* 27
Robert Zarader, *Vers le tout assurance ou vers toutes les assurances ?* 31
Claire Dorland-Clauzel, *La marque au service de l'image institutionnelle de l'assurance* 36
Martin Vial, *L'« assur-istance » ou l'émergence d'un nouveau modèle de la gestion des risques* 39
Robert Leblanc, *Vers le tout assurance ?* 43

3. *Analyses et débats* L'assurance et le financement de l'économie

Philippe Trainar, *introduction* 49
Christian de Boissieu, *Les sociétés d'assurances et le financement de l'économie : quelques réflexions* 53
Pascal Bied-Charreton, *Les assureurs financent les entreprises* 57
Daniel Zajdenweber, *Le cas des placements en actions* 61
François de Varenne, *Actions, attention danger ?* 67
Jean-Hervé Lorenzi et Jean-Jacques Gauguier, *Le private equity européen et français : un rôle trop faible dans le financement de l'innovation* 73
Dominique Senequier, *Interview* 86

4. *Etudes et livres*

Thierry Dubocage, *Le prêt viager hypothécaire* 95

Pierre Martin, *Fourastié et l'assurance française au XXe siècle* 102
Julien Husson, *Risk management à l'hôpital : vers un modèle pour le manager hospitalier* 105
Marc Nabeth, *Réduire la vulnérabilité des populations « pauvres » par la microassurance* 110

Michel Denuit
Mathématiques de l'assurance non-vie par Gilles Bénéplanc 115

Éditorial

On a toujours supposé que l'image traditionnelle de l'assurance, et surtout celle des assureurs – image d'acteurs très passifs dans la société –, perdurerait. Ce numéro de *Risques* est la preuve d'un changement profond des choses. Et c'est logique.

Cela fait maintenant une dizaine d'années que, venue de divers horizons intellectuels, s'est imposée l'idée que le risque était au cœur même du fonctionnement de nos mondes. Non pas qu'il y ait eu l'unanimité sur cette relation si complexe et si centrale entre un progrès technologique envahissant et les risques de la société. Mais le fait est là. C'est cette relation qui a donné aux uns et aux autres le sentiment que nos sociétés étaient plus soumises que jamais à toutes les formes de risque, qu'elles y étaient peut-être plus averses qu'auparavant. Sur ces thèmes-là, d'ailleurs, aucune réponse définitive n'est actuellement donnée.

Y a-t-il plus de catastrophes aujourd'hui qu'auparavant ? Sont-elles le produit d'un savoir scientifique et de sa diffusion ? Peut-on en socialiser les prises en charge et jusqu'où ? Heureusement, les développements théoriques restent incertains et laissent la place pour encore longtemps aux débats entre économistes, sociologues, philosophes. Mais l'important n'est pas là : l'assureur, lui, est venu enfin au centre du jeu. C'est lui qui définit la solution à cette prolifération exubérante des accidents de la vie ; mais surtout c'est lui qui aujourd'hui permet à l'entrepreneur de se sentir rasséréné dans son aventure personnelle ; c'est lui qui, en osmose avec l'État, prend en charge les dégâts du progrès ; c'est lui enfin qui, de manière décisive, finance la croissance, répartit l'épargne en la canalisant vers ses emplois les plus productifs tout en veillant à assurer ses fonctions traditionnelles. Alors la polémique évidemment naît. Les assureurs remplissent-ils les rôles que la société leur a confiés ? Certes, l'image s'est améliorée mais elle va aujourd'hui plus qu'hier prendre de front les succès et les échecs de son rôle, notamment dans les financements à risque. Ainsi va la vie, lorsqu'on élargit la palette de ses responsabilités, on en a et la gloire et le poids des responsabilités nouvelles.

Jean-Hervé Lorenzi

1.

Stimuler l'innovation dans la société française

Thierry Breton

Ministre de l'Économie des finances et de l'industrie

Thierry Breton

Ministre, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

Entretien réalisé par Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar

Risques : Comment peut-on imaginer les relations entre l'innovation technologique et le risque ?

Thierry Breton : Innover, c'est savoir prendre des risques. Et c'est dans la mission de l'homme politique que je suis de convaincre les Français de cela. Nous devons aussi savoir choisir les grandes lignes d'innovations les plus prometteuses pour l'avenir, tout en respectant le principe de précaution devenu récemment l'un de nos principes constitutionnels. La profonde imbrication entre risque et innovation doit donc être, selon moi, une préoccupation de premier plan au niveau économique, au niveau technologique, pour chaque entreprise, pour chaque entrepreneur, pour chaque citoyen.

Il faut le dire, la France a jusqu'ici rencontré de francs succès : les risques que notre pays a pris lui ont apporté les technologies qui servent aujourd'hui de base à notre croissance. N'oublions pas Airbus, le TGV, nos laboratoires pharmaceutiques, notre savoir-faire financier.

Mais nous sommes évidemment, en cette matière, constamment placés face à de nouveaux défis. Aujourd'hui, nous sommes entrés dans l'économie de l'immatériel. L'afflux des technologies de l'information a modifié en profondeur les modèles de croissance. Cela ne condamne pas l'industrie, bien au contraire : elle est le moteur de l'innovation et alimente le développement d'activités de services, à forte valeur ajoutée, qui répondent à ses nouveaux besoins. Notre croissance et les emplois qu'elle entraînera seront de plus en plus tirés par l'immatériel. Donc la valeur économique d'aujourd'hui aussi. Il nous faut collectivement apprendre à développer et valoriser les actifs immatériels car je souhaite que, dans notre pays, les acteurs économiques poursuivent avec ténacité les investissements dans l'innovation.

Qui dit valorisation d'un projet, d'une politique, d'un point fort d'une économie nationale, dit aussi nécessairement juste appréciation du risque : cela est vrai de l'entrepreneur qui a besoin de voir ses projets aboutir ; c'est aussi une demande des femmes et des hommes qui consacrent leur temps et leur passion à des idées, des recherches, du développement industriel ; cela vaut également pour les investisseurs qui mettent en balance la rentabilité attendue avec l'estimation du risque pris.

Je souhaite amener l'ensemble des acteurs économiques, sociaux, financiers – tant les entrepreneurs que les investisseurs – à adapter leur mode d'appréciation des situations que nous rencontrons dans notre économie au contexte spécifique, car nouveau, de l'économie de l'immatériel. Prenons un exemple : aujourd'hui, entre le financement d'un brevet et le financement d'une machine à la technologie éprouvée, avec une sûreté sur l'actif, quel prêteur hésiterait ? Et pourtant, c'est probablement le brevet qui assurera le développement de l'entreprise, tandis que, si sa technologie vient à être dépassée, la machine n'aura pas une grande valeur lorsque le prêteur voudra exercer sa sûreté. Tant le risque que le rendement sont à revisiter.

C'est pourquoi j'ai souhaité que les services de ce ministère réfléchissent activement à l'émergence de cette économie de l'immatériel et en tirent notamment les conséquences en termes de gestion publique. J'ai donc demandé le 17 janvier dernier à l'Inspection générale des Finances de mener trois missions intitulées : « Concurrence, monopole et rente dans l'économie de l'immatériel », « Création de valeur et circuits de financement dans l'économie moderne » et « Contours et valorisation du patrimoine public immatériel ». J'installerai prochainement la Commission sur l'économie de l'immatériel qui me rendra, en liaison avec l'Inspection générale des Finances, un rapport de synthèse proposant notamment des dispositions visant à adapter le rôle et l'action de l'État pour renforcer notre pays dans ce domaine stratégique.

Risques : La France est-elle bien armée par rapport à cette accélération du progrès technologique ?

Thierry Breton : Ma réponse est claire : oui, la France est bien armée ! Sa stature de grande puissance industrielle et innovatrice la prédispose naturellement à être un champion mondial de l'innovation. Mais, la dynamique est encore insuffisante : nous devons investir davantage dans l'innovation pour asseoir la croissance de demain.
J'ai demandé à mes services de mobiliser les tableaux de bord qui existent pour piloter cette évolution indispensable de nos structures économiques. J'ai aussi décidé de concevoir un instrument de suivi spécifique au ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie : je suis personnellement attentif à quelques indicateurs qui me sont soumis régulièrement. Par exemple, un indicateur, simple et global, est la part de R&D dans le PIB. Il classe la France dans la moyenne européenne, et derrière le Japon ou les États-Unis. Et surtout, si le niveau de dépense publique se compare avantageusement à ces pays, c'est la dépense en R&D des entreprises qui pourrait le plus utilement progresser.

Risques : Comment peut-on développer le goût du risque technologique en France ? Comment peut-on créer un climat favorable à la prise de risque dans ces demandes de technologie ?

Thierry Breton : Les Français ont démontré qu'ils savaient prendre des risques et qu'ils avaient un grand appétit pour la science et la technique. Vous remarquerez que notre système d'enseignement supérieur d'excellence est, à cet égard, un atout sur lequel nous pouvons nous appuyer avec confiance.
Les chiffres de création d'entreprises témoignent eux aussi de cette propension de nos compatriotes à accepter de plus en plus la prise de risques entrepreneuriaux. Avec 225 000 entreprises créées en 2005, nous avons atteint un record historique.
Surtout, je voudrais souligner le grand succès qu'a remporté l'appel à projets lancé pour les pôles de compétitivité. La démarche des pôles de compétitivité a principalement pour objet de fertiliser ce potentiel d'innovations en poussant les acteurs à mieux travailler ensemble et à mieux mutualiser la prise de risques en termes d'innovations : que la recherche privée s'appuie sur l'excellence de la recherche publique.

Risques : Quels sont les principaux freins au développement de la technologie en France ? Comment peut-on améliorer le financement de l'innovation ?

Thierry Breton : Le gouvernement a pris au cours des derniers mois de nombreuses mesures pour intervenir directement afin d'améliorer le financement de l'innovation par les différents acteurs. Je viens de mentionner les pôles de compétitivité qui incitent à la R&D coopérative. Nous avons aussi mis en place l'Agence nationale de la recherche pour les laboratoires. De même, l'Agence de l'innovation industrielle oriente davantage l'industrie vers les secteurs à haute valeur ajoutée. Oséo, au service des petites et moyennes entreprises (PME), finance l'innovation à travers sa filiale Anvar. Sofaris propose depuis peu un produit, le contrat développement innovation, qui incite les banques à financer les investissements immatériels des PME.
En tant que ministre des Finances, j'ai aussi voulu que la fiscalité puisse ménager un environnement favorable à l'innovation, tant pour inciter directement à l'innovation – par exemple avec le crédit d'impôt recherche ou le statut de jeune entreprise innovante – que pour favoriser l'apport de ressources stables aux entreprises qui leur permettent d'investir sur l'avenir.

Risques : Comment développer des fonds de capital risque ?

Thierry Breton : D'abord un point d'analyse : les montants investis par le capital investissement dans son ensemble augmentent. Cette hausse repose sur la croissance des opérations de rachats avec effet de levier, qui représentent plus de 80 % des levées de fonds. Mais elle comprend aussi des opérations d'investissement dans le capital de PME à proprement parler. Environ 350 millions d'euros sont investis chaque année dans le

capital risque en France et 700 millions d'euros dans le capital-développement. Ces montants comprennent aussi la majeure partie des 300 millions d'euros investis par les FCPI (Fonds communs de placement dans l'innovation) et des 100 millions d'euros investis par les FIP (Fonds d'investissement de proximité) chaque année. Ils comprennent également l'essentiel des 150 millions d'euros investis tous les ans par la CDC (Caisse des dépôts et consignations) au titre de son programme d'intérêt général. Depuis 1998, trois fonds de fonds ont été lancés avec le soutien de l'État, la CDC et la Banque européenne d'investissement, dont le fonds de fonds technologique que j'ai lancé en octobre 2005 : ils ont également vocation à prendre des participations dans des fonds de capital risque qui, eux-mêmes, investissent dans des entreprises technologiques.

Il est net que le secteur du capital développement souffre d'un manque de fonds au regard des pays les plus dynamiques dans ce domaine. L'État apporte déjà un concours important à ce marché. Mais nous devons faire davantage. C'est dans ce contexte que s'inscrit également l'investissement de deux milliards d'euros au capital des PME les plus dynamiques annoncé par le président de la République. Celui-ci permettra d'apporter aux marchés du capital risque et du capital développement un volume qui lui manque, et de réduire l'aversion au risque des sociétés de gestion.

Risques : Quels rôles peuvent jouer les assureurs dans ce financement ?

Thierry Breton : Je sais que les assureurs considèrent qu'ils n'ont pas pour vocation première de financer l'innovation en France. Je reconnais bien volontiers que les placements qu'ils effectuent sont destinés à garantir d'abord les intérêts des assurés et des actionnaires. Les pouvoirs publics veillent d'ailleurs à ce que les normes prudentielles garantissent bien le respect de ces intérêts. Au-delà, l'importance des mesures fiscales mobilisées par les produits d'épargne en France légitime également une recherche constante d'une allocation optimale de l'épargne par les pouvoirs publics.
Cela étant dit, l'intérêt bien compris des assurés et des actionnaires peut justifier des choix d'investissement vers les supports qui offrent les couples rendement/risque les plus intéressants, cela dans la durée. Dans cette optique, je suis persuadé que les assureurs étaient en-deçà de l'allocation optimale lorsqu'ils n'avaient que 0,4 % d'actions non cotées dans leurs actifs. C'est pourquoi nous sommes convenus avec eux d'un engagement de porter cette proportion à 2 %. Je tiens à mentionner ici que le dispositif d'investissement en fonds propres annoncé par le président de la République est ouvert aux investisseurs qui le souhaitent ; nous sommes prêts à y associer les assureurs. Vous le voyez, le soutien de l'innovation est l'affaire de tous.

2.

Risque, opinion publique et assurance

■ Gilles Bénéplanc
Introduction

■ Nicolas Narcisse
Étude de perceptions

■ Michèle Froment-Védrine
Évaluation et perception du risque

■ Jean Marimbert
Préoccupation de l'opinion publique face aux risques : Quelles réponses apportées par les décideurs publics et privés ?

■ Robert Zarader
Vers le tout assurance ou vers toutes les assurances ?

■ Claire Dorland-Clauzel
La marque au service de l'image institutionnelle de l'assurance

■ Martin Vial
L'« assur-istance » ou l'émergence d'un nouveau modèle de la gestion des risques

■ Robert Leblanc
Vers le tout assurance ?

INTRODUCTION

Gilles Bénéplanc
Directeur général, Mercer Human Resource Consulting

Omniprésent dans l'actualité et les commentaires des analystes, le concept de risque s'avère flou, complexe et souvent trompeur ; il revêt de multiples formes selon qu'il s'agisse du risque objectif, c'est-à-dire d'une menace pesant sur les biens ou les personnes, ou bien de la perception par l'opinion publique du caractère risqué de notre environnement. Aujourd'hui, le risque est donc à la fois cause potentielle d'événements dommageables avec la crainte ou l'angoisse qu'ils suscitent avant même qu'ils ne se produisent. Ainsi, de façon naturelle, deux discours très différents cohabitent en permanence : d'une part, une approche scientifique du risque, objet d'analyse, d'étude et de prévision et, d'autre part, le discours sur les réactions avérées ou supposées de l'opinion publique face à ces menaces. La gestion des risques suppose d'agir sur ces deux déclinaisons du concept. Cela est particulièrement vrai pour les pouvoirs publics et les décideurs privés qui ont le double rôle de réduire objectivement les risques – au travers de la réglementation et la prévention – et de répondre aux attentes et aux craintes de l'opinion publique par une communication appropriée.

L'exercice est singulièrement compliqué par l'état d'esprit de nos concitoyens : incrédules, ils ne sont plus prêts à croire aux nuages radioactifs qui s'arrêtent aux frontières, inquiets et par conséquent prêts à prêter l'oreille aux déclinologues ou annonciateurs de catastrophe imminente, mais surtout conscients des risques auxquels ils sont exposés.

L'étude des rapports entre « risques, opinion publique et assurance » a fait l'objet d'un colloque à l'université de Dauphine le 23 mars 2006 à l'initiative du *master* Assurance et gestion des risques et, sans faire un compte rendu exhaustif des débats, nous avons décidé de présenter ici sous forme d'articles certaines interventions qui donnent différents éclairages sur ces questions complexes.

Le premier article de ***Nicolas Narcisse*** rend compte d'une étude de perception qui a été menée auprès d'une quinzaine de personnalités et d'experts de la gestion des risques et du secteur de l'assurance. Cette analyse s'articule autour des quatre grands thèmes que l'on retrouvera dans l'ensemble des articles qui suivront : émergence de la société du risque, l'image de l'assurance, la communication institutionnelle de l'assurance et, enfin, une cartographie des risques et des opportunités en termes d'image pour les acteurs du marché.

Le docteur ***Michèle Froment-Védrine*** analyse les dialogues constructifs, mais parfois difficiles, entre la science et la décision publique. Elle décrit dans un premier temps le rôle de l'Agence française de sécurité sanitaire de l'environnement et du travail (Afsset) dans son rôle d'organisme scientifique indépendant dont la mission est l'évaluation des risques et la coordination des liens entre la santé humaine et les agents uniques, bactériologiques ou physiques, présents dans notre environnement. Elle explique également les difficultés pratiques auxquelles conduirait une application excessive du principe de précaution et plaide pour l'émergence d'un nouveau mode de décision publique qui soit éclairé par les progrès scientifiques.

L'article de ***Jean Marimbert*** analyse le domaine des produits de santé et tout particulièrement le rôle de l'Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé (Afssaps). Il souligne le décalage de perception qui existe entre les professionnels du secteur et l'opinion publique sur l'appréciation du rapport risque/bénéfice qui est inhérent à tout traitement. Jean Marimbert

propose ensuite un certain nombre de pistes susceptibles de promouvoir un rapport lucide à la thérapeutique : transparence des processus et évaluation, développement de stratégies de minimisation du risque en amont ou en aval de la mise sur le marché.

De son côté, ***Robert Zarader*** étudie les rapports complexes entre les risques et la communication pour y analyser le rôle spécifique de l'assurance. Pour cela, il utilise les fondements des théories développées par G. Beck sur l'émergence d'une société du risque pour en discerner les évolutions principales. Ainsi, le principe de précaution apparaît comme un facteur-clé de la perception des risques par l'opinion publique. Par ailleurs, R. Zarader voit l'assurance comme un secteur en forte mutation : évolution vers des produits de grande consommation avec le type de communication qui y est associé, volonté de jouer sur la confiance – avec un mimétisme certain, recherche de davantage de reconnaissance qui passe sans doute par une pédagogie sur son modèle économique.

Dans son article, ***Claire Dorland-Clauzel*** s'interroge sur le décalage qui existe entre le rôle positif de l'assurance dans la maîtrise et la couverture des risques et l'image de l'assurance dans l'opinion publique qui reste médiocre. Elle analyse les conditions selon lesquelles une marque forte peut renforcer cette image institutionnelle et cite entre autres la proximité, l'innovation technique, la relation à la cité et à la société civile.

Martin Vial décrit l'émergence d'un nouveau modèle de gestion des risques qu'il baptise « l'assur-istance » parce qu'il combine les techniques d'assurance et celles d'assistance. Selon lui, la montée de la demande de protection est la principale cause du développement de ces produits hybrides qui connaissent une croissance forte en Europe. Martin Vial souligne qu'il ne s'agit pas seulement de produits de couverture et de prestations de service intervenant après la réalisation du sinistre mais également de produits qui contribuent à une maîtrise du risque en amont grâce aux services de prévention qu'ils intègrent.

Enfin, ***Robert Leblanc*** s'interroge sur le concept du tout assurance. Pour cela, il s'appuie sur les concepts de menaces et de vulnérabilité auxquels il oppose celui des boucliers développés individuellement ou collectivement pour gérer les risques. Même si la croissance de l'assurance reste supérieure à celle de l'économie, Robert Leblanc considère que les limites aux techniques assurantielles et le fonctionnement actuel des marchés des porteurs de risques rendent le tout assurance fortement improbable.

Risque, opinion publique et assurance étude de perceptions

Nicolas Narcisse

Directeur du département Études et veille de TBWA\Corporate

Catastrophe naturelle, émeutes, terrorisme, épidémie, maladie, retraite, emploi, dépendance : alors que la société n'a jamais apporté autant de confort et de sécurité au plus grand nombre, l'ensemble des composantes de la vie individuelle et sociale semble aujourd'hui plus que jamais soumis à des risques aussi multiples que protéiformes. Tandis que le risque s'installait dans les consciences individuelles et collectives, le secteur de l'assurance remodelait son offre, innovait et s'adaptait à cette nouvelle donne. Face à une concurrence élargie, l'assurance a également su moderniser sa communication commerciale. Mais, face à une opinion publique en quête de sens, l'assurance doit maintenant repenser sa manière d'exprimer son métier et son rôle social. Le département Études et veille de TBWA\Corporate a mené une consultation auprès d'une quinzaine de personnalités, observateurs, experts de l'assurance et de la gestion du risque du secteur privé et public. Cet article propose une synthèse de ces entretiens.

Société du risque, société risquée ?

L'émergence du principe de précaution et sa constitutionnalisation qui a défrayé la chronique illustrent pour nombre de *leaders* d'opinion le rejet généralisé du risque par la société. Ce rejet apparaît parfois comme un paradoxe dans une société objectivement plus sûre : l'espérance de vie augmente, le pouvoir d'achat a été multiplié par 10, 20 ou 30 au cours du siècle passé, malgré la persistance d'inégalités, le confort s'est généralisé. Et pourtant, le besoin de protection contre les risques n'a jamais été aussi prégnant. Les assureurs ont ainsi été amenés à couvrir une forte diversité de risques alors même que nombre de corps intermédiaires ont dû renoncer à supporter la couverture de certains risques.

Société du risque et société de la menace ?

Risque industriel, risque environnemental, risque alimentaire, risque sanitaire sont régulièrement cités comme ayant accompagné le développement économique des dernières années. Ce nouveau rapport au risque est présenté comme glissant, latent et se généralisant à l'ensemble des domaines de l'activité humaine. Mais, si le risque ne s'est que progressivement installé

dans les consciences, le 11 septembre a indiscutablement provoqué un tournant majeur en renforçant brutalement le sentiment de vulnérabilité. Cet événement colossal a réhabilité du même coup une autre notion dans l'imaginaire social : celle de menace collective. Or, la menace a une spécificité, précise t-on : à la différence du risque, la menace n'est pas probabilisable. C'est la raison pour laquelle la menace est une source de fantasmes et de peurs qu'il n'est pas facile d'objectiver.

Un particularisme français ?

Si la notion de risque a été totalement bouleversée en Occident au cours des vingt dernières années, il semblerait qu'elle se manifeste de manière particulière en Europe et surtout en France. Ce constat est certes lié à la judiciarisation croissante de la vie sociale, des activités économiques et professionnelles, mais les personnalités interrogées insistent sur l'entrée dans la Constitution du principe de précaution qui apparaît comme la manifestation la plus spectaculaire de ce particularisme français. On relève aussi qu'elle s'illustre par l'invention d'un système intermédiaire typiquement français qui se traduit par une inflation impressionnante d'agences en tout genre : Afssa, Affssaps, Affsse, Affsset… Ce rapport typiquement français au risque est souvent jugé avec ironie et même avec sarcasme parfois par les professionnels de l'assurance. Ces derniers notent que même en Allemagne, présentée comme la nation la plus conservatrice en matière de protection sociale, on est beaucoup plus prudent sur cette question.

Nouveaux risques ou sensibilité accrue au risque ?

Si toutes les personnes approchées affirment que la notion de risque bouleverse l'organisation sociale et économique, personne n'est véritablement d'accord sur la lecture à donner au phénomène. Le débat se structure alors autour de deux grandes interprétations.

La première privilégie l'idée d'une croissance objective des risques à mettre au compte de la modernité, du progrès technique, de la mise en réseau des sociétés, des concentrations humaines, de la mondialisation et de la mobilité des individus. L'activité humaine renforcerait l'exposition aux risques. Dans ce cadre, les professionnels du risque rappellent que la modernité crée en permanence de nouveaux risques.

D'autres notent surtout que la modernité, le confort, l'aisance économique ont parfois fait oublier certains réflexes et des réactions de bon sens. L'ampleur des destructions matérielles et pertes humaines dans la ville de la Nouvelle-Orléans, provoquées par l'ouragan Katrina, constitue un exemple récent de cette surexposition volontaire au risque.

On précise enfin que le progrès a permis une meilleure compréhension de phénomènes autrefois ignorés, créant du même coup la peur qu'ils se réalisent. Depuis que l'on sait identifier l'origine d'une intoxication alimentaire, ne vit-on pas avec le risque alimentaire ?

La seconde interprétation insiste sur le rôle des perceptions sociales. Pour les partisans de cette hypothèse, il s'agit avant tout d'un abaissement du seuil d'acceptabilité du risque, lequel est à relier selon eux à la médiatisation, à l'instantanéité de l'information et à la mondialisation des images. L'effet de loupe que provoquent les médias permet à chacun de contempler toute la variété des risques qui pèsent sur le monde et leur donnent un effet de proximité qui renforce l'idée qu'on est assiégé en permanence. La psychose liée à la grippe aviaire et au risque de pandémie humaine – alors même que le virus n'avait pas encore atteint la France – illustre cette nouvelle intolérance au risque.

La couverture du risque : l'affaire du secteur privé

Face à l'inflation des risques perçus et vécus par la société, les assureurs et les pouvoirs publics se présentent comme les deux acteurs traditionnellement susceptibles d'apporter une réponse aux besoins de protection. Dans ce contexte, les besoins évoluent, les équilibres sociologiques aussi. En conséquence, la demande de protection s'est à la fois généralisée et élargie à de nombreux domaines de la vie privée et sociale. Mais, c'est avec amertume parfois que les professionnels soulignent que cette demande croissante de protection se heurte à certains conservatismes et à l'usure d'un

modèle français basé sur la socialisation du risque. D'ailleurs la question de la ligne de démarcation entre les compétences des assureurs et de l'État apparaît pour les assureurs comme une question politique et polémique. Pour le plus grand nombre d'entre eux, l'État doit être en mesure d'intervenir quand le marché ne peut plus fournir la protection nécessaire. On fait ici référence au pouvoir régalien de l'État et en particulier à son corollaire, le devoir de protection et de sécurité des individus. Pour eux, seul le respect de cette règle permet l'équilibre entre progrès et régulation optimale des risques. En d'autres termes, l'État n'intervient pas quand il y a un aléa mais quand il y a une inconnue. Les personnalités rencontrées plébiscitent ainsi un système libéral fondé sur l'innovation et la libre concurrence.

Le risque, moteur de progrès

Les professionnels de l'assurance rappellent tous que s'il faut savoir prévenir, couvrir et gérer le risque, il ne faut pas pour autant perdre de vue que le risque est indissociable de la notion de progrès, il en constitue même le seul et unique levier. Pour les représentants de la profession, l'État en cherchant à encadrer le risque pénaliserait par conséquent l'esprit d'initiative. Et, en convoquant le principe de précaution unanimement et de manière généralisée, on chercherait à interdire le risque, d'où l'exaspération de certaines des personnalités rencontrées. Pour elles, le risque doit rester un gage de fluidité des relations entre acteurs, un gage de dynamisme et de progrès.

Image de l'assurance et relation à l'opinion publique

Image de l'assurance : une attitude spontanément défensive des professionnels...

Alors que, en 2004, l'étude réalisée par Opinion Way pour le compte de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) sur la réputation de l'assurance révélait le déficit d'image institutionnelle de la profession, les spécialistes évoquent d'abord la bonne image du métier d'assureur. Cette bonne image est, selon eux, avant tout marquée par la réussite économique du secteur mais aussi par la confiance qu'il inspire aux individus. Certains attribuent aussi cette bonne image à la capacité des marques à innover et à répondre aux attentes sociales en créant des produits adaptés.

En revanche, observateurs et personnalités extérieures au secteur se montrent nettement plus nuancés. Ils évoquent alors une image fortement marquée par la recherche du profit. Il est vrai que la visibilité « corporate » des assureurs se limite bien souvent à la révélation de leurs bénéfices et leurs grandes manœuvres stratégiques, diront certains. D'autres ironiseront en insistant sur le fait que, du point de vue de l'assuré et en l'absence de dommage, l'assurance, c'est avant tout une cotisation à fonds perdu.

... mais qui reconnaissent que la relation à l'opinion pourrait être meilleure

Ce n'est qu'en approfondissant la discussion que les professionnels de l'assurance admettent que l'image de la profession mérite d'être revalorisée. Ils reconnaissent que la contribution de la profession est mal identifiée et que l'assureur a l'image d'un collecteur et non celle d'un redistributeur. Le cliché selon lequel l'assureur trouve toujours une manière d'échapper au remboursement reste assez prégnant parce que, dans les médias, c'est bien souvent à travers les litiges qu'on l'évoque.

L'opacité, le principal problème d'image

Trois niveaux de relation à l'opinion émergent à l'issue des entretiens :

- un niveau de relation directe matérialisé par le contrat d'assurance. De ce point de vue, on relève à plusieurs reprises que la relation des assurés à l'agent d'assurances est plutôt bonne ; l'agent d'assurances est un notable au plan local, il fait partie des réseaux de sociabilité, la proximité est forte et le sentiment d'être écouté est

important. En revanche, la lisibilité des engagements constitue un obstacle dans cette relation. Du point de vue des acteurs non professionnels interrogés, l'opacité reprochée aux contrats pénalise l'image de la profession.
- le deuxième niveau de relation est marqué par la relation au secteur d'activité. Sous cet angle, les mutations, les transformations récentes du périmètre d'intervention et l'entrée de nouveaux acteurs sont une source d'opacité supplémentaire qui s'ajoute à la perception d'un métier difficile à comprendre parce que trop technique.
- enfin, la troisième interface est celle qui lie l'opinion au modèle social de l'assurance contre le risque. L'apparition de nouveaux risques et fléaux complexifie encore cette relation qui manque de transparence. Pourtant, cette opacité n'est pas perçue comme irrévocable, c'est aux assureurs de prendre la main et de se montrer plus véhéments pour contrer ce trait d'image davantage subi que voulu.

Mutuelles, bancassurance, assurbanques, assureurs traditionnels, des différences d'appréciation

Au-delà des grands constats sur l'image du secteur, pour la plupart des spécialistes du risque, la relation des assureurs à l'opinion publique est différente selon la nature de l'entreprise. Le modèle traditionnel de la « compagnie d'assurance » fait en grande partie l'image du secteur et en particulier son association à la performance et la puissance économiques.

On avance en revanche que les mutuelles d'assurances ont une image très différente dans l'opinion du grand public car, selon les personnalités approchées, les mutuelles ont su capitaliser sur ce qui fait leur force, leur valeur-phare : la solidarité. Elles ont su également montrer qu'elles sont concurrentielles.

Nouveaux entrants dans le secteur, la bancassurance et les assureurs-banquiers semblent pour les spécialistes modifier quelques traits d'image du secteur. Le résultat de l'étude révélée dans l'*Argus de l'assurance*, il y a peu, montre à ce titre que le dernier entrant, la Banque postale, enregistre les meilleurs résultats en matière d'image auprès du grand public.

Un besoin de reconnaissance sociale

Au final, si l'image n'est pas au cœur des préoccupations, tous les professionnels rencontrés manifestent le même besoin de reconnaissance de la contribution sociale du secteur d'activité. Une contribution souvent ignorée, voire méprisée. Certains notent d'ailleurs que cette question de l'image institutionnelle est sans doute plus préoccupante qu'il n'y paraît. On évoque par exemple les difficultés grandissantes à attirer de hauts potentiels qui préfèrent se tourner vers des secteurs d'activité dont l'image est plus attractive et socialement valorisée. Les étudiants interrogés, à l'occasion de cette enquête, regrettent d'ailleurs quant à eux que la communication institutionnelle des assureurs soit « trop poussiéreuse et un peu vieillotte ».

La communication institutionnelle de l'assurance

L'enjeu de la pédagogie

Les personnalités consultées évoquent dans leur grande majorité la nécessaire pédagogie à employer vis-à-vis du grand public. Le métier d'assurance est pénalisé par son caractère technique. Ce métier n'est pas compris parce que les mécanismes qui fondent la profession sont le plus souvent impénétrables pour un non-spécialiste. Mais sont-ils au moins expliqués ?

Sur ce point, tous reconnaissent qu'il est nécessaire de rappeler la fonction sociale de l'assurance et de montrer que celle-ci est indispensable à des pans entiers de la société. La pédagogie est plébiscitée par tous et en particulier par les assureurs eux-mêmes : « Nous avons le devoir, nous assureurs, de le reconnaître : nous ne savons pas expliquer notre métier. Et si on ne sait pas expliquer ce que l'on fait, on ne peut pas valoriser non plus notre contribution sociale. Ce que nous apportons chaque jour à la société. Qui s'est déjà posé la question de savoir ce que serait la société sans les assureurs ? »

Une communication pour la profession

Certes les marques commerciales peuvent contribuer à créer du lien et de la proximité avec le grand public, mais les professionnels interviewés reconnaissent aussi que les marques ne peuvent pas tout faire pour l'image de la profession. Celle-ci a donc tout à gagner à être portée par les organismes professionnels. On note à ce titre que la récente campagne lancée par la FFSA a été bien accueillie. Cette opération quelque peu isolée pour certains est une première en 25 ans. Le réflexe est culturel, les assureurs sont encore frileux à prendre la parole massivement.

Partenariat et innovation avec l'industrie : gadget ou tournant pour l'image de l'assurance ?

L'accueil des récentes alliances entre des marques d'assurance et des industriels est plutôt partagé. Si nombre de personnalités les qualifient de gadget, la plupart reconnaissent que ce type d'initiative rejaillit plutôt positivement sur l'image de la profession. La promotion de la prévention est incontestablement un élément positif pour l'image de la profession.

Risques et opportunités d'image

Le *mapping* suivant résume les discours tenus par les personnalités consultées à l'occasion de cette enquête sur les points de force et de faiblesse du secteur en termes d'image.

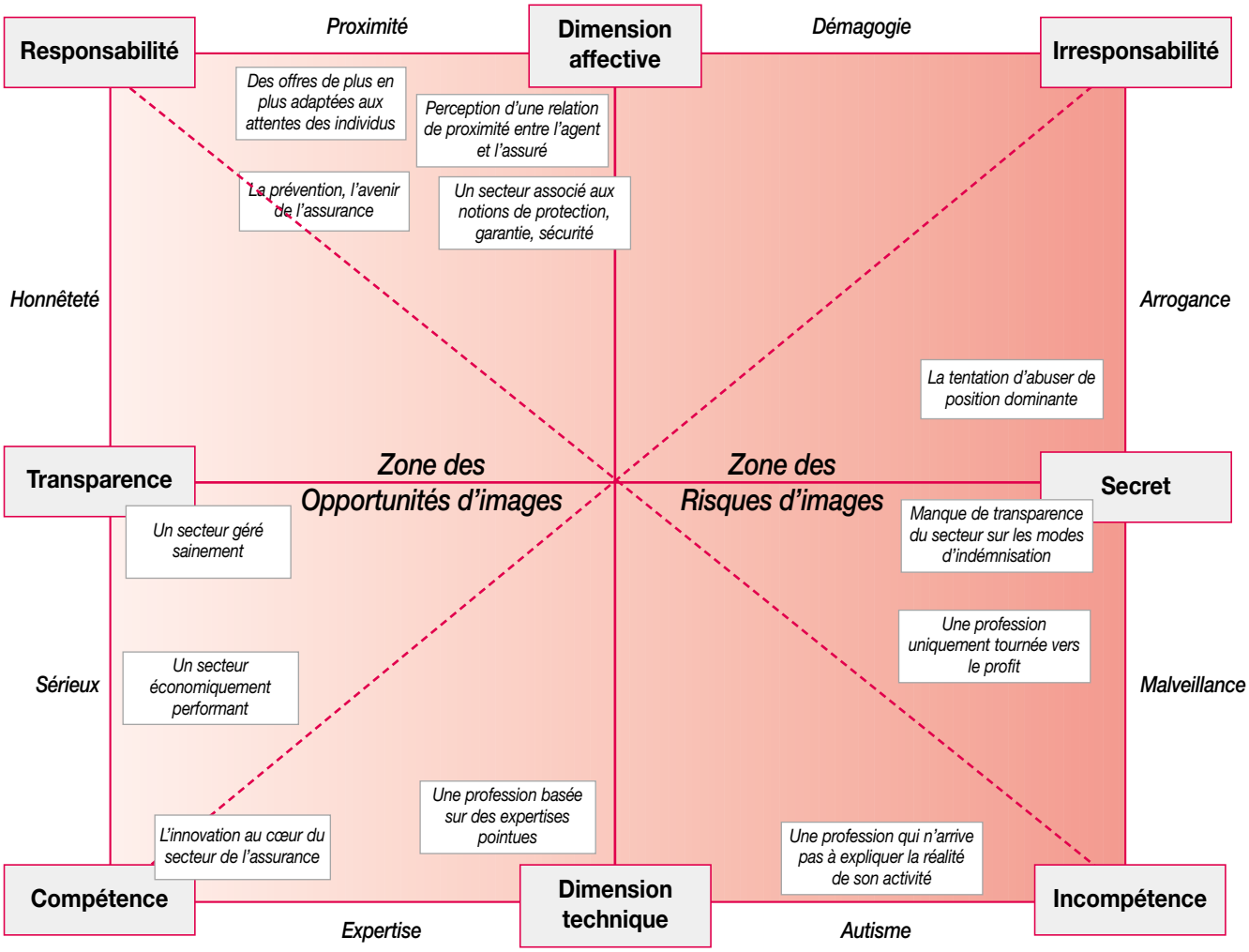
Les axes :
- transparence/secret ;
- dimension émotionnelle/dimension technique ;
- responsabilité/incompétence ;
- rationalité/irresponsabilité.

La partie gauche du *mapping* correspond à la zone des opportunités d'image du secteur. De ce côté du *mapping*, on retrouve les messages porteurs d'une image positive associée au métier et aux activités assurantielles. À l'inverse, la partie droite du *mapping* représente l'univers des risques d'image pour le secteur. Cette zone illustre les éventuels déficits de légitimité et de crédibilité auprès des publics. La position des messages dans le *mapping* induit un certain nombre de perceptions associées (exemples : arrogance, honnêteté, sérieux, malveillance…).

Les points de force de l'image du secteur sont de trois types :
- les premiers concernent la capacité des assureurs à répondre aux besoins des individus et de la société. On vise alors la capacité des assurances à accompagner les individus et à apporter un service aux personnes et aux entreprises. C'est la proximité aux attentes des consommateurs, trait d'image positif, qui domine.
- les seconds concernent l'expertise et la capacité d'innovation du secteur. Sous cet angle, l'assurance est à la fois source de progrès et accompagnatrice des changements sociaux.
- le sérieux est principalement associé à la performance économique et financière. On ajoute également que le secteur inspire la confiance car sa gestion est saine et n'a jamais connu de scandale.

Les points de faiblesse sont de plusieurs types, on les retrouve dans la partie droite de ce mapping :
- on évoque principalement le manque de transparence quant aux mécanismes de l'assurance. La méconnaissance des modes d'indemnisation renforce l'impression d'un secteur uniquement tourné vers le profit.
- ces éléments d'image corrélés, l'assurance est suspectée d'abuser de sa position de force face aux assurés et d'être à la fois juge et partie des mécanismes de protection.

Risques et opportunités d'image pour le secteur de l'assurance



. Liste des personnes consultées :

- professionnels du risque et de l'assurance

***Jean-Hervé Lorenzi**, conseiller du directoire, Compagnie financière Edmond de Rothschild ;*
***Corinne Vitrac**, secrétaire du Conseil de surveillance et du directoire, Axa ;*
***Patrick Warin**, directeur général, École nationale d'assurances ;*
***Catherine Vesperini**, directeur des Études, master Assurance et gestion du risque, université de Paris-Dauphine ;*
***Godefroy de Colombe**, directeur des Affaires publiques, groupe Scor ;*
***Serge Oppenchaim**, directeur des Études économiques, Crédit agricole.*

- représentants de la profession

***Gérard de La Martinière**, président, Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) ;*
***Philippe Trainar**, directeur des Affaires économiques, financières et internationales, FFSA ;*
***Anne Morrier**, directeur des Affaires publiques, FFSA.*

- observateurs

***Marie-Jeanne Husset**, directrice de la rédaction, 60 Millions de consommateurs ;*
***Michèle Merli**, préfète, Préfecture de police de Paris ;*
***Naguib Boudjelal**, rédacteur en chef, L'Argus de l'assurance ;*
***Hugues Cazenave**, président, OpinionWay ;*
***Jean-Philippe Pié**, ancien rédacteur en chef, L'Argus de l'assurance.*

- étudiants

***Anthony Seghers**, étudiant, master Management et gestion du risque, université de Paris-Dauphine ;*
***Aurélien Lafaye**, étudiant, master Management et gestion du risque, université de Paris-Dauphine.*

- avec la participation de François Ewald, président de l'École nationale d'assurances et membre du comité éditorial de la revue Risques.

ÉVALUATION ET PERCEPTION DU RISQUE

Docteur Michèle Froment-Védrine

Directrice générale de l'Agence française de sécurité sanitaire de l'environnement et du travail (Afsset)

Le risque sanitaire est une notion qui reflète aussi bien une époque qu'une géographie, une science qu'une culture. Autant dire que la notion de risque est très relative. La rougeole doit-elle être encore considérée comme un risque mortel ? Elle a provoqué, aux XVème et XVIème siècles, la disparition totale de nombreuses populations d'Amérique centrale décimées par les complications d'une infection par le paramyxovirus apporté par les Espagnols lors de la conquête du continent. Elle continue aujourd'hui à représenter un véritable enjeu sanitaire dans les pays en voie de développement. Elle est, en Europe, une maladie devenue (presque) bénigne grâce au recours à la vaccination de masse ; cependant, le risque épidémique est si bien maîtrisé que la mémoire du risque s'estompe peu à peu et, avec lui, la nécessité de cette vaccination, rendant paradoxalement de nouveau possible le retour d'une épidémie mortelle ! Dans sa volonté de maîtriser le risque ultime – celui qui met en jeu sa vie et celle de ses proches –, l'homme a développé au cours du dernier siècle une connaissance approfondie des mécanismes complexes qui mettent en péril son existence. Les progrès de la médecine, de la pharmacopée, du soin et de l'hygiène du corps, de l'industrie pharmaceutique, des protocoles thérapeutiques, de l'organisation des soins en général, ainsi que la mise en place d'un système de sécurité sanitaire, essentiellement en Europe et en particulier en France, ont peu à peu conduit nos concitoyens à exiger une sécurité sanitaire lorsque le risque était connu. Aujourd'hui, cette exigence s'étend au-delà des seuls risques avérés et s'exprime également à propos des risques incertains, voire inconnus, sans peur du paradoxe : Comment se prémunir de ce que l'on ne connaît pas ? Il faut dire que, en France, cette demande extrême fait suite à des crises sanitaires qui ont mis au jour soit le dénuement dans lequel se trouvait l'espèce humaine lorsqu'il s'agit de se défendre face à certaines maladies, soit la difficulté des pouvoirs publics à formuler des réponses claires et responsables. L'organisation de la sécurité sanitaire en France est née de crises sanitaires.

L'épidémie de sida, le nuage de Tchernobyl, le scandale du sang contaminé ont conduit les pouvoirs publics à la création d'un nouveau système de sécurité sanitaire par la loi de 1998. Jusqu'alors, l'évaluation du risque et la gestion du risque étaient réalisées par les mêmes entités, c'est-à-dire les ministères et les différentes instances qui leur étaient rattachées. Le soupçon d'une évaluation orientée afin de servir politiquement la décision publique avait porté un discrédit très important sur la gestion du risque. Comme les décisions sont toujours difficiles à prendre en matière de santé publique et qu'elles s'accompagnent d'éléments politiques, économiques,

l'expertise perdait tout crédit. Par ailleurs, à chaque crise, les insuffisances du système de veille et d'alerte sont soulignées. En réaction, souvent sous la pression de l'opinion, le système de veille et de sécurité sanitaire s'est donc progressivement constitué et se réforme en permanence.

Deux lois sont à l'origine de la construction du système de sécurité sanitaire actuelle : la « loi du 1er juillet 1998 relative au renforcement de la veille sanitaire et du contrôle des produits destinés à l'homme » et la « loi du 9 mai 2001 créant notamment une Agence française de sécurité sanitaire environnementale ». Ces deux lois ont mis en place des organismes publics permanents, disposant de l'expertise scientifique et indépendante des groupes de pression économique ou politique. Leur mission se limite à l'observation, l'analyse, l'alerte, avec pour certains quelques pouvoirs techniques de contrôle et d'autorisation. La capacité d'intervention, notamment en situation d'urgence, reste entre les mains de l'administration et du pouvoir politique.

Ont donc été créés en 1998 entre autres, l'Afssa (aliments), l'Afssaps (produits de santé), l'InVS (épidémiologie, surveillance des populations). En 2001, le dispositif a été complété avec l'IRSN (nucléaire) et l'Afsse (environnement). Puis les missions de l'Afsse ont été étendues en 2005 au domaine de la santé au travail. Elle est aujourd'hui l'Afsset.

L'Afsset a pour mission l'évaluation du risque et la coordination des liens entre la santé humaine et les agents (chimiques, biologiques, physiques) présents dans les environnements (eau, air, sol, qu'il s'agisse de milieu général ou de travail). Sa caractéristique est d'être une tête de réseau, ayant peu de personnel scientifique en interne (85 postes en 2006), chargée de la coordination de nombreux partenaires nationaux, européens et internationaux sur lesquels elle s'appuie.

L'Agence peut être saisie par les pouvoirs publics, par les associations agréées, a parfois recours à l'autosaisine, le plus souvent sur le thème des produits chimiques. Le caractère collectif, public, de cette expertise et son indépendance des décideurs garantissent la qualité de son expertise, que renforce une démarche volontaire de l'Agence vers l'application d'une norme de qualité en expertise (Afnor NFX 50-110).

Ainsi l'agence vient-elle en appui des pouvoirs publics. Elle peut être une aide à la décision. Comment ? D'abord, en caractérisant le risque. C'est la situation la plus simple. La décision se prend sur une base scientifique solide qui qualifie le risque ou son absence. C'est un cas de figure rare en environnement général mais plus fréquent en milieux professionnels.

Ensuite, en pointant les besoins de connaissances, l'absence de données disponibles et donc la nécessité de travaux de recherche complémentaires, voire initiaux. C'est le cas de figure le plus courant en environnement général devant lequel nous sommes souvent en *terra incognita* concernant les risques environnementaux pour la santé humaine. Car il reste encore beaucoup à découvrir.

Enfin, en participant à la bonne information du public. Les citoyens que nous sommes élaborent leurs opinions à partir de ce qu'ils comprennent des motivations de la décision publique. Or, si cette compréhension est partielle, elle devient approximative et ne permet pas une pleine participation au débat public. La science est difficile à comprendre telle quelle. Il faut faire l'effort de l'expliquer.

Quels que soient le temps et l'espace observés, l'appréhension du risque – et donc sa perception – est étroitement liée, d'une part, au progrès accompli dans l'identification, la connaissance et la maîtrise des vecteurs de risque, qu'ils soient agents ou milieux, d'autre part, à la diffusion auprès du public d'une information simple, claire, précise, concernant l'identification du risque, sa connaissance et sa maîtrise.

Les actions en faveur du débat public ont pour objectif le partage avec le plus grand nombre de connaissances scientifiques disponibles, validées et accessibles.

Depuis ces premières crises, l'opinion publique a accentué son exigence de sécurité sanitaire en formulant auprès des pouvoirs publics la demande d'une sécurité absolue, celle d'une vie durant laquelle la maîtrise du risque, quelles que soient sa nature et son ampleur, serait garantie. Désormais, épidémie virale, risques alimentaires, pollution de l'air, pollution de l'eau de boisson et de l'eau de baignade, légionelles, risques chimiques, risque nucléaire, mais également canicule, tsunami, grands

froids, séismes, doivent être prévisibles, maîtrisables, évitables, bref ne plus prendre de court, ne plus tuer, à court, moyen ou long terme. Cette demande de vie garantie sans risque peut mener l'opinion à refuser d'entendre la science lorsqu'elle annonce l'absence de risque, à douter de la qualité de ses travaux de recherche ou de celle de ses expertises, voire lui refuser tout crédit lorsqu'elle avoue ne pas savoir, sans pour autant se remettre en cause lorsqu'elle identifie le risque. Il n'est quasiment plus possible d'annoncer, sauf à soulever de vives réactions, que les antennes de téléphonie mobile ne présentent pas de risques sanitaires connus.

La demande d'une vie garantie sans risques trouve l'une de ses expressions les plus significatives à travers la demande d'application d'un principe de précaution en toute occasion, bien au-delà de son sens juridique. Apparu pour la première fois à la fin des années soixante en Allemagne, le principe de précaution a ensuite été consacré par de nombreux textes internationaux, de valeurs juridiques inégales. Il est également présent dans la Déclaration de Rio publiée, le 13 juin 1992, à l'issue de la deuxième conférence des Nations unies sur l'environnement et le développement, ratifiée par la France, le 20 juin 1994.

Le principe de précaution a été introduit en droit communautaire par le traité de l'Union européenne signé à Maastricht le 7 février 1992. L'article 130 R § 2, qui énumère les principes devant fonder la politique de la Communauté dans le domaine de l'environnement, précise que celle-ci « est fondée sur les principes de précaution et d'action préventive, sur le principe de la correction, par priorité à la source, des atteintes à l'environnement et sur le principe du pollueur-payeur ». Par ailleurs, la Commission européenne a adopté, le 2 février 2000, une communication sur le principe de précaution. Elle a retenu que l'Union européenne dispose du droit de fixer le niveau de protection de l'environnement, de la santé et des consommateurs, qu'elle estime approprié, tout comme les autres membres de l'Organisation mondiale du commerce.

Dans la législation française, l'expression « principe de précaution » a été employée pour la première fois dans la loi dite Barnier de 1995. Elle est aujourd'hui affirmée dans l'article L 110-1 du Code de l'environnement qui prévoit que les politiques de l'environnement s'inspirent du principe de précaution « selon lequel l'absence de certitude, compte tenu des connaissances scientifiques et techniques du moment, ne doit pas retarder l'adoption de mesures effectives et proportionnées visant à prévenir un risque de dommages graves et irréversibles à l'environnement à un coût économique acceptable ».

Dans les cas de risque inconnu, le principe de précaution n'a pas de sens mais trahit, lorsqu'il est exigé malgré l'absence de connaissances suffisantes, cette demande de protection sanitaire. Il ne s'agit plus pour les pouvoirs publics de savoir avant d'agir, mais bien d'agir sans savoir. Le principe de précaution est alors tout le contraire du bon sens et de la prudence. Tendre vers le risque zéro n'est à l'évidence pas la bonne démarche et ne peut pas être érigé en norme générale. D'ailleurs, la plupart des situations de décision mettent en scène un arbitrage non pas entre l'évitement d'un risque ou sa prise en considération, mais bien entre différents risques.

L'exigence du principe de précaution est aussi une manière pour le public d'exprimer les failles perçues dans la décision publique, à l'occasion de crises sanitaires antérieures, notamment dans l'absence de prise d'information préalable comme dans l'attente trop longue de certitudes validées. Oui, mais disons-le clairement : le temps de la science n'est pas celui de la vie publique. La science essaie, expérimente, tâtonne, avance par approximation et peu à peu construit un savoir.

De plus en plus souvent, les pouvoirs publics seront amenés à décider avec une connaissance en cours d'élaboration. Et le principe de précaution est bien de permettre la prise de décision avant que toute la science soit établie. Le dévoiement de ce principe vient du fait que l'on ne veut pas attendre qu'une partie de la science soit connue pour l'appliquer. Et c'est là sans doute la critique de fond adressée par le public aux décideurs : Comment se fait-il que vous ne sachiez pas déjà ? N'avez-vous pas anticipé le besoin de connaissance ? Comment gérez-vous l'anticipation des crises sanitaires ?

La reconnaissance précoce des risques requiert des activités de veille et de surveillance des populations. Elle implique également une anticipation des sujets émergents, une lecture globale des sujets, une coordination de l'expertise pour les investiguer à bon escient.

C'est en fait une réforme en profondeur de la prise de décision qui est en train de s'opérer. C'est aussi un changement radical du rôle de la science dans l'aide à la décision, non plus comme une connaissance scientifique préalable à la décision publique, mais bien comme deux mouvements complémentaires, parallèles, itératifs, la science éclairant la décision, la décision permettant la science. Les dispositifs mis en place au nom du principe de précaution doivent pouvoir être revus au fur et à mesure de l'avancée des connaissances.

D'un côté, nous avons un horizon d'incertitudes qui s'élargit au fur et à mesure que la science est de plus en plus précise à nous décrire le monde qui nous entoure. De l'autre, un public qui formule l'aspiration à un monde aux risques maîtrisés, tout en reconnaissant la nécessité de limiter les interventions humaines sur l'environnement afin de préserver un biotope qui, par nature, reste risqué et incertain.

Contradictions et paradoxes, savoir et décision, connaissance et maîtrise, volonté de risque zéro et volonté de progrès, expertise et principe de précaution, information scientifique et débat public : si évaluation et perception ne sont pas prêtes de se rejoindre dans leur définition du risque, cela aura au moins pour avantage de motiver une recherche de connaissances plus que nécessaire dans les domaines de la santé et de l'environnement. Car voilà deux univers complexes que la science aborde en pionnière tant il reste à découvrir pour comprendre les nombreuses interactions entre les êtres vivants que nous sommes et les différents milieux dans lesquels nous évoluons tout au long de nos vies.

PRÉOCCUPATION DE L'OPINION PUBLIQUE FACE AUX RISQUES : QUELLES RÉPONSES APPORTÉES PAR LES DÉCIDEURS PUBLICS ET PRIVÉS ?

Jean Marimbert

Directeur général de l'Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé (Afssaps)

Le domaine des produits de santé en général, et du médicament en particulier, présente au regard du risque une forte spécificité dont la perception par l'opinion publique n'est toutefois pas aussi nette que se l'imaginent parfois les initiés de ce secteur. Le risque est en effet consubstantiel à l'acte thérapeutique consistant à administrer à une personne un produit destiné à prévenir la survenue d'une maladie ou, le plus souvent, à soulager, soigner, et si possible guérir le patient. Mettre en branle des propriétés curatives ou préventives pour tenter d'influencer le fonctionnement de l'organisme humain implique nécessairement une certaine mesure de risque qu'il s'agit de minimiser mais pas de supprimer purement et simplement. Et ce risque est d'autant plus présent que la thérapeutique mobilise des composants biologiques, moins stables et aux effets moins prévisibles que les substances chimiques largement développées depuis le XIXème siècle.

Une autorité publique en charge du contrôle des produits de santé et de la surveillance de leurs effets ne saurait fonder son action sur le seul ressort de la minimisation du risque, et encore moins sur la quête du « risque zéro ». Une telle approche serait à la fois illusoire et gravement préjudiciable aux patients qui sont en droit d'accéder à toutes les ressources thérapeutiques envisageables sur la base des progrès de la connaissance et des développements de produits qui en découlent. L'action d'une agence telle que l'Afssaps repose donc sur la notion de rapport bénéfice/risque, c'est-à-dire sur une démarche permanente d'évaluation qui s'attache à confronter, en l'état des données disponibles, l'apport thérapeutique d'un produit et ses effets indésirables.

Soulignons d'emblée à quel point cette notion, désormais ancrée explicitement dans le droit pharmaceutique depuis la révision de 2004, est beaucoup moins évidente que pourraient le penser les praticiens du secteur ou ceux qui seraient tentés de transposer dans ce domaine la théorie rationnelle de l'*homo oeconomicus.*

En effet, à l'idée de bon sens qu'il est normal d'admettre un certain risque pour tenter de guérir ou de sauver, s'oppose l'idée tout aussi intuitive qu'il est choquant, voire contre nature, qu'un produit conçu pour soigner puisse rendre davantage malade et *a fortiori* tuer. En outre, toute évaluation du rapport bénéfice/risque, si scientifique qu'elle soit dans ses fondements et rigoureuse dans la méthodologie, est par

nature sujette à discussion, à contestation, voire à polémique, car la perception de son bien-fondé varie selon la situation effective de la personne qui la juge, et sa propre appréciation du niveau de « risque acceptable ». Le point de vue d'un malade, de son entourage, de son équipe soignante ne sera évidemment pas le même que le point de vue plus détaché du « citoyen moyen » représentatif de l'opinion publique. Et toutes choses égales par ailleurs, les uns comme les autres seront plus ouverts au risque pour un même niveau de bénéfice prouvé quand il s'agit de traiter une maladie plus grave et *a fortiori* de combler un vide thérapeutique.

Le fonctionnement de notre société, de plus en plus médiatique et juridique à la fois, amplifie la quête de minimisation du risque, beaucoup plus fortement qu'il ne répercute l'attente permanente de traitements efficaces par celles et ceux qui en ont besoin. Mais dans son travail quotidien, une agence comme l'Afssaps rencontre sans cesse cette attente. Dans cette période de trouble consécutive au retrait du Vioxx, l'agence reçoit des professionnels de santé et des simples citoyens bien davantage d'appels à autoriser que d'injonctions d'interdire. Demandes d'autorisation temporaire d'utilisation pour un médicament sans AMM, suppliques pour laisser se dérouler des essais cliniques ou se déployer des thérapies innovantes intrinsèquement dangereuses et fort peu balisées par l'état de la science, protestations vigoureuses contre le retrait d'un médicament qui « réussissait bien » à l'auteur du message voire qui avait « changé sa vie ».

C'est dire que l'Afssaps, chargée dans ce domaine d'évaluer mais aussi de décider, est placée structurellement au cœur d'une tension entre deux tendances contradictoires du corps social : le déni du risque, exacerbé par la mémoire des drames sanitaires successifs que nous avons connus, et le refus de l'impuissance thérapeutique, nourri par l'illusion longtemps cultivée de la médecine triomphante.

Comment « gérer » et de préférence surmonter cette situation qui peut exposer, dans la même journée et successivement, à essuyer un reproche sentencieux de manque de vigilance ou de laxisme, et à recevoir des témoignages pressants et parfois poignants de personnes et de groupes en faveur d'une prise de risque assumée. Je me bornerai à évoquer quelques pistes de nature à promouvoir un rapport moins tourmenté, sinon plus serein, à la notion de bénéfice/risque.

La première concerne le développement de la transparence des processus d'évaluation et de décision. Elle part de l'idée que, de nos jours, la crédibilité et la légitimité d'une décision sanitaire ne peuvent se construire uniquement sur la croyance en la fiabilité des compétences et des raisonnements scientifiques. En ces temps de doute voire de soupçon généralisé, où la parole de l'expert ne fait plus figure de vérité révélée, le crédit d'une action sanitaire se fonde aussi sur la lisibilité des processus d'examen et de délibération qui ont précédé la décision.

C'est dans cet esprit que l'Afssaps vient de commencer à publier des comptes rendus synthétiques des commissions de pharmacovigilance et d'autorisation de mise sur le marché, faisant ressortir le cas échéant l'existence et l'audience des opinions dissidentes, comme la nouvelle législation communautaire sur le médicament. Elle entreprend aussi de systématiser progressivement l'élaboration et la mise en ligne des rapports publics d'évaluation qui livreront la synthèse des données-clés de l'évaluation du rapport bénéfice/risque pour chaque nouvelle molécule.

Le mouvement vers la transparence, qui doit aussi s'étendre à la publication des résultats des essais cliniques, n'aura pas la vertu magique de rendre incontestables des évaluations qui, comme je l'ai déjà souligné, peuvent par nature être perçues très différemment selon la situation de la personne et sa courbe de préférence dans la combinatoire du bénéfice/risque. Au moins permettra-t-il progressivement de mieux montrer la manière dont les choix ont été préparés. Les efforts engagés pour rénover les dispositifs de déclaration et de traitement des d'intérêts de certains experts externes devraient également contribuer à renforcer le crédit de la décision qui n'est pas à l'abri du climat plus général de remise en cause endémique des pouvoirs et des savoirs établis. Pour autant, il ne faut pas se cacher que la transparence nous réserve sûrement dans un premier temps des situations inconfortables car elle rendra notoire des données de

risque dont l'analyse restait jusqu'ici cantonnée à un cercle assez étroit d'experts et de décideurs de santé publique. Cette situation nouvelle pourrait paradoxalement accroître dans certains cas la propension à l'angoisse si nous ne parvenions pas, de notre côté, à intensifier efficacement notre démarche d'explication du raisonnement fondé sur la confrontation des risques aux bénéfices, et faire comprendre que cette balance est susceptible d'évoluer dans le temps en fonction des nouvelles données issues de la connaissance scientifique, mais aussi de l'expérience de l'utilisation réelle et à grande échelle des produits de santé, au-delà du prisme limité et quelque peu déformant des essais cliniques.

La deuxième piste touche à la recherche toujours nécessaire des meilleures stratégies de minimisation du risque. Elle peut pour la commodité du raisonnement être subdivisée en deux voies, selon que l'on se place à l'origine du développement des produits ou au moment de leur mise sur le marché. Au stade amont du développement, le modèle traditionnel privilégiait la recherche de molécules susceptibles de s'adresser à des populations très larges, une fois franchis les obstacles dressés aux divers stades d'un cycle de développement d'une dizaine d'années. Ce modèle dit du « biockbuster », caractérisé par un taux d'attrition très élevé des projets et donc des investissements entre le début et la fin du cycle, trouve ses limites quand le processus d'innovation entre dans une phase de rendements décroissants où les véritables percées dans de nouvelles classes thérapeutiques à champ large se raréfient. Les opérateurs sont alors par contrecoup obligés d'étendre l'usage des produits qui ont passé l'épreuve des filtres successifs en les poussant vers de nouvelles indications avant que l'on dispose du recul nécessaire pour bien cerner les effets de ces produits en situation réelle et maîtriser les conditions de leur bon usage. Cette tentation de la fuite en avant peut faire le lit de dérapages qui reviennent ensuite en boomerang non seulement sur le producteur mais aussi parfois sur la crédibilité globale du système de régulation et de contrôle.

Néanmoins, les développements de la science ouvrent aujourd'hui la voie à une évolution qui permettrait de conjurer ce scénario entropique. En effet, des approches comme la pharmacogénomique, la toxicogénomique, les marqueurs biologiques, etc... permettent d'envisager la perspective d'un relais progressif du modèle traditionnel par un modèle qui ferait une plus grande place à des produits conçus dès l'origine comme des thérapeutiques ciblées, « sur mesure ». Il devient possible de mieux prédire les effets bénéfiques ou indésirables des produits en fonction des caractéristiques – génomiques, protéomiques... – des sujets, et par conséquent d'orienter leur développement vers des cibles thérapeutiques moins larges, mais où le rapport bénéfice/risque pourra être optimisé.

Certes, cette évolution n'est pas encore acquise et ne se fera pas en un jour ; mais elle s'annonce prometteuse en ce qu'elle pourrait permettre de faire émerger un nouveau modèle de développement de l'innovation qui concilierait la nécessaire incitation à investir avec la satisfaction des exigences contemporaines renforcées de la santé publique et de l'opinion publique. Les agences sanitaires concernées doivent être partie prenante de ce mouvement, notamment en développant leur fonction de veille scientifique et en dialoguant avec les opérateurs sur les voies et moyens du ciblage, le plus en amont possible du cycle de développement.

La deuxième voie de minimisation du risque se situe plus en aval, au moment de la mise sur le marché et dans la première phase de la commercialisation. Je fais ici allusion à la démarche de renforcement de la surveillance des effets des produits en situation réelle d'utilisation, engagée ces dernières années dans le domaine du médicament mais susceptible de faire école pour d'autres catégories de produits de santé. Elle vise à resserrer la garde dans cette phase-clé de la maîtrise du risque où le produit va passer du champ – à la fois limité et décalé – de l'essai clinique à l'univers infiniment plus vaste et diversifié de la prescription et de l'utilisation dans la vie réelle. Elle s'appuie sur la notion assez mal dénommée à la vérité de « plans de gestion des risques », c'est-à-dire une approche d'anticipation qui consiste à prévoir des modalités de suivi renforcées pour certains produits présentant des enjeux de sécurité particuliers sur la base de critères objectifs et spécifiés clairement, en utilisant toute une gamme d'outils d'observation, de repérage de signaux et d'études cliniques et épidémiologiques.

Mais au-delà des plans de gestion des risques discutés

entre l'opérateur et l'agence sanitaire au moment de la mise sur le marché, la démarche de surveillance renforcée doit mobiliser des leviers d'action propres aux autorités sanitaires, comme les inspections des systèmes internes de vigilance des firmes, les contrôles des produits en laboratoire ou encore le contrôle de la publicité. Elle ne portera tous ses fruits que si elle s'accompagne d'une montée en charge de la capacité des autorités sanitaires à produire, faire produire et diffuser à l'intention des professionnels de santé et du grand public, une information adaptée sur les effets des produits. Pour pouvoir guider efficacement les comportements vers le bon usage, cette information doit à la fois être en phase avec le dernier état de la connaissance, suffisamment complète pour faire apparaître les risques graves sans noyer l'essentiel dans une recherche d'exhaustivité contre-productive, et assez explicite pour que les gens puissent se soigner en toute connaissance sans pour autant être inhibés ou tétanisés par l'éventualité de l'effet indésirable. C'est à ce prix que nous pourrons enrayer le cercle vicieux des crises inopinées, qui érodent de façon cumulative la confiance, et restaurer un rapport plus lucide et responsable à la thérapeutique.

VERS LE TOUT ASSURANCE OU VERS TOUTES LES ASSURANCES ?

Robert Zarader

Vice-président de TBWA\Corporate

Risque, assurance et confiance : les économistes ont modélisé les liens étroits existant entre ces notions. Les sociologues à la suite d'U. Beck en ont fait des clés de compréhension des mutations sociétales. Conjuguées, ces analyses conduisent-elles inévitablement nos sociétés au « tout assurance » dans un monde aseptisé par l'aversion aux risques et la victoire sans partage du principe de précaution ? Et si une part de réponses appartenait aux publicitaires dans la mesure où tout cela serait aussi une affaire de communication ?

En toile de fond, la société des risques

Emploi, maladie, retraite, dépendance, épidémie, terrorisme, émeutes, catastrophes naturelles… : la société du risque est avancée. L'ambition du « tout assurance » serait-elle une réponse organisée et efficace à ces manifestations variées des risques qui concernent chacun au quotidien ? Si c'est une banalité que de dire que le risque fait partie intégrante de la vie, la nouveauté serait que nos sociétés, faisant preuve d'imagination, se seraient dotées de réponses adaptées aux effets induits par la « société du risque » promise par Ulrich Beck, il y a déjà 20 ans. Même si elle est datée et que les rapports de nos sociétés aux risques se sont profondément transformés, sa réflexion, très riche, qui a fait depuis 1986 l'objet de débats et de développements particulièrement fournis, articulait entre autres trois propositions utiles à cette réflexion sur un monde qui irait vers le tout assurance…

Première des propositions de Beck : la société du risque est caractérisée par la part prépondérante occupée par des dispositifs assurantiels en tout genre, et tout particulièrement ceux nés de l'État-providence.

Deuxième des propositions de Beck : ces dispositifs assurantiels sont confrontés à l'individuation des sociétés et à l'éclatement des solidarités de classe. Cette mutation symboliserait le basculement de nos sociétés vers un modèle où prédominerait une sorte de « lutte de classes des risques ».

Troisième des propositions de Beck : corollaire immédiat des deux précédentes propositions ; le risque est désormais supporté par l'individu dans une société où les inégalités dans la répartition des risques s'ajoutent à celles déjà constatées dans la distribution des richesses…[1]

Une vision nouvelle du futur

Nous reviendrons plus loin sur ces trois propositions utiles à notre démonstration à travers le triptyque « individu, inégalités face aux risques et assurances ». Mais ce qu'il est intéressant de souligner également, c'est que Beck – encore souvent invoqué pour justifier les réflexions sociétales actuelles autour du risque –[2] visait avant tout à appliquer ses analyses à une représentation donnée, sa représentation, de la société et de son futur.

Pour lui, la civilisation industrielle arrivait à son terme car selon son expression : « la systématisation du doute méthodique, longtemps moteur du progrès scientifique, menaçait et fragilisait la crédibilité et les cadres mêmes de la société (religions, catégories sociales traditionnelles, famille, etc.) ». Conjuguant l'analyse de la société de risque et sa vision d'une société « idéale » (au sens de Weber), U. Beck s'opposait aux zélateurs d'une société prétendument post-moderne pour proposer une « autre modernité » portée par un autre processus de mutation. Il annonçait dès le titre son ambition sociologique : « *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité.* » Sa vision consistait aussi à prédire le basculement de la société du risque vers cette société « idéale » qui, confrontée à elle-même, dépasserait ses contradictions en opérant une remise en cause des fondements mêmes de la société industrielle.

À l'origine des analyses d'U. Beck, le refus des approches sociologiques dominantes qui voyaient alors de façon mécanique émerger le monde « post-moderne » ; pour lui, nous connaissons certes une modernité nouvelle, voire autre et différente, mais dans le cadre de la modernité actuelle dont nous ne sortons pas. La société avancée se situerait entre deux phases : venant de la modernité industrielle, elle irait vers « une modernité réflexive » qui porte en elle-même ses propres risques et qui dissout les cadres sociaux originaux que sont les classes sociales, la famille, etc., autour desquels elle se structurait jusqu'alors.

« La modernité réflexive », le modèle d'analyse développé par U. Beck et théorisé plus avant par A. Giddens [3], permettrait ainsi à la société de se remettre en question de façon permanente (débats publics, autocritique…).

Qu'en est-il aujourd'hui de cette « prophétie sociologique » de voir s'imposer cette « modernité réflexive » ? La réponse est ambiguë. Depuis 20 ans, face à des risques pluriels, si les sociétés se sont adaptées de façon permanente, ce n'est sans doute pas de la manière que U. Beck et A. Giddens imaginaient.

Le risque : une affaire de connaissance, mais surtout de communication

Force est de constater, vingt ans après les intuitions utiles d'U. Beck, l'imagination féconde dont ont fait preuve tous les acteurs de la société pour apporter des réponses formelles ou réelles – leurs réponses – à la société. Avant même que le 11 septembre 2001 ne plonge le monde occidental dans une ère nouvelle dans sa relation aux risques, chacun, volontairement ou contraint, avait fait sien des modes différents d'internalisation ou de régulations sociétales des risques.

Pourtant dans les faits – comme de nombreuses analyses qualitatives et quantitatives le démontrent [4]–, la production (apparente) massive de réponses aux risques de toute nature ne signifie pas, en soi, que nous vivons dans un monde objectivement plus dangereux ; mais elle symbolise l'omniprésence du risque dans l'imaginaire collectif, et désormais de plus en plus – c'est un fait nouveau – dans l'imaginaire et la conscience individuels. Car le risque, qui est devenu une notion centrale dans l'analyse des sociétés et des comportements économiques et sociaux individuels, « ne relève pas du sens commun à la différence des événements qu'il incarne ».

Qui plus est, là où U. Beck et les analystes (sociologues, économistes, politologues…) voyaient encore la notion de risque relever de la connaissance, elle devient aujourd'hui, par essence même, avant tout un objet de communication. Un objet de communication qui se déploie, dans la réalité, dans toutes les dimensions de l'analyse et de la grille de lecture initialement proposées par U. Beck avec le développement des dispositifs assurantiels, l'individuation de la société et l'apparition d'inégalités nouvelles face aux risques…

La domination résistible du principe de précaution

Au premier plan des facteurs propres à ce basculement des risques dans les représentations médiatiques et d'opinion : le principe de précaution.

Érigé en termes de valeur fondamentale, dictant tout à la fois les comportements des individus, des organisations et des sociétés, le principe de précaution – historiquement dédié aux risques environnementaux – a gagné tous les champs de la vie quotidienne. Inscrit désormais dans la Constitution républicaine en France, il est aussi le premier des leviers de ce gigantesque fonds de commerce qui conduirait au monde du « tout assurance ».

Paraphrasant cette citation célèbre « quand les événements nous échappent, il faut feindre de les avoir

organisés… », les gouvernements agitent le principe de précaution et disent implicitement « quand les événements nous échappent, il faut feindre d'avoir tout fait pour les éviter ».

Et chacun d'essayer de contribuer à l'efficacité de ce principe, avec ses propres réponses : responsabilité sociétale et économique (RSE), éthique et engagement dans le développement durable pour les entreprises, comportements responsables et jeu des contre-pouvoirs pour les consommateurs et l'opinion, inflation normative, plans de prévention et création sans modération d'agences de « sécurité » (santé, environnement, travail, alimentation, etc.) pour les gouvernements…

« Ceinture et bretelles » dira-t-on ? Le principe de précaution se déploie sur tous les fronts de l'opinion. Non sans raisons objectives d'ailleurs. Protéiformes, les risques, ou l'idée de risque, ont gagné tous les champs de la vie individuelle et collective. Mondialisés, les risques sont parfois mieux identifiés et, même si on ne peut les éviter, on peut mieux s'en prémunir. Le cas des risques sanitaires ne laisse pas d'être exemplaire de cette mondialisation du risque. Avec, d'un côté, l'avantage de permettre de déclencher des politiques de prévention, de l'autre, l'inconvénient de voir se développer autour de ces risques d'angoissants mouvements médiatiques d'opinion plutôt que de véritables crises sanitaires. Grippe aviaire oblige : un problème potentiel de santé publique devenu mécaniquement un mouvement d'opinion et un risque économique tangible (Bordas, Narcisse, 2006).

Devenu un objet de judiciarisation systématique, le risque impose à toutes les parties prenantes de prendre des décisions, et de prévenir le conflit, en s'en couvrant *a priori* (contrat, assurance) et en définissant des périmètres de responsabilités de plus en plus stricts.

Le principe de précaution – et tous les comportements qu'il a déclenchés ou mis en évidence – a irrigué toute la société. Conjugué aux évolutions déjà décrites, il a offert à tous les acteurs de l'assurance l'opportunité non seulement de bénéficier de nouvelles dynamiques économiques et commerciales mais aussi d'occuper des postures nouvelles.

Objet de communication, au même titre que le risque – sa « raison d'être » –, l'assurance en tant que produit (sécurité, fiscalité, investissement, etc.), que secteur (assurances, bancassurances…) et que dimension nouvelle de l'organisation sociétale (vs la société du risque) occupe une place à part et a connu des mutations sans équivalent ces deux dernières décennies.

L'assurance, un produit de grande consommation

Des mutations essentielles à tous les niveaux. Mutations du produit, d'abord.

Du point de vue de l'individu, « consommateurs, assurés et clients », l'assurance est presque devenue dans l'imaginaire un bien de « première nécessité » face aux risques et aux aléas (santé, consommation, travail, etc.). Pourtant souvent jugé complexe [5], le produit d'assurance s'est montré de plus en plus accessible, « allant de soi » et parlant aux consommateurs, soit dans leur langage, direct et familier – « zéro tracas, zéro blabla » de MMA – ou en leur offrant une vision d'un monde « maîtrisé » – « la vie vue de la CNP ! ».

En quelques années, l'assurance a dit différemment ce qu'elle est à l'individu, décideur et acheteur.

Transformé pour beaucoup en produits de consommation grand public (IARD, vie, complémentaires diverses, etc.), le produit d'assurance adopte des codes de communication jusque-là propre à la consommation de masse et gagne depuis en simplicité apparente, en proximité et en accessibilité. Qui plus est, transformé par le jeu des réglementations et des incitations économiques en produit fiscal et financier, il bénéficie de cet effet d'aubaine et de la maturité croissante du « consommateur-client-citoyen » vis-à-vis de la financiarisation de l'économie.

Un secteur en quête de reconnaissance et de connaissances

Porté par cette dynamique intrinsèque des produits et par les mutations permanentes d'une société confrontée aux risques, au principe de précaution et aux besoins « sans limite » d'assurance, le secteur de l'assurance et ses entreprises se sont consolidés et profondément transformés ces deux dernières décennies. L'innovation produit a répondu efficacement à la croissance incontrôlée des risques, réels et imaginaires, et à l'inflation des demandes assurantielles, individuelles et collectives. Les sociétés

d'assurances sont devenues de puissants groupes financiers mondiaux. Les banques, devenues bancassurances, les assureurs, assurbanquiers !

Mais, au-delà de l'amusement sémantique et du goût pour les néologismes, peu de secteurs ont connu de tels bouleversements de leurs acteurs, de leurs produits, de leur marché et simultanément de leur fonction sociétale ! Et pourtant, force est de constater que cette efficacité « produits » ou les performances économiques des sociétés d'assurances ne se traduisent toujours pas en reconnaissance sociale. Le métier mériterait encore d'être revalorisé aux yeux d'une opinion « contente de son assureur » mais qui ne comprend rien à l'assurance et à son modèle économique [5].

La mutation d'un produit dans une société en mutation

Le déficit d'image institutionnel se nourrit, semble-t-il, d'un mélange d'incompréhension de l'opinion et d'opacité – volontaire ou involontaire – de la profession [5].

Si cette « révolution » de la communication du secteur et des produits d'assurance a pu avoir lieu, les assureurs le doivent aussi au contexte idéologique et sociétal propre à « la société des risques ». Face à la crise des protections sociales (santé, retraite, travail…) et à la remise en cause, à plus ou moins long terme, des solidarités qu'elles supposent, chacun voit dans l'offre assurantielle qui lui est faite le moyen individuel de réduire les inégalités face aux risques qu'il ne peut que constater et accepter ! L'offre de produits d'assurance de plus en plus sophistiqués, imaginatifs et mathématiquement optimisés, ne fait que boucler le schéma prédit par U. Beck. Face à l'inflation des risques « nouveaux », l'innovation assurantielle offre à chacun son moyen de réduire, de plus en plus individuellement, les inégalités vis-à-vis du risque dont il se pense victime potentielle.

En bref, une troublante adéquation de « l'offre à la demande » et « de la demande à l'offre », tant le risque et l'assurance irriguent l'opinion dans un même mouvement !

Crise de la protection sociale, domination tous azimuts du principe de précaution, perceptions nouvelles des opinions face à l'inflation de risques… C'est la place même de l'assurance, place économique, sociale, sociétale et politique, qui s'en trouve bouleversée.

Entre le risque et la confiance, l'assurance ?

Si le risque et l'assurance ont « notion liée », les économistes ont, à la suite de Williamson (1993), largement démontré la dualité forte qui existe entre le risque et la confiance. L'économie de la confiance l'a par la suite clairement formalisée. Mais ce qui intéresse notre propos est moins ce détour économique que le sens qu'il porte. Car il existe deux manières de répondre aux « risques » : l'assurance et la confiance. Deux manières qui ne sont ni exclusives ni confondues. Bien sûr, l'assurance peut restaurer la confiance à travers son rôle original protecteur. Mais la confiance, face au risque, peut aussi disqualifier en certaines circonstances le recours systématique et excessif à l'assurance. Citation banale : la peur n'évite pas le danger… Et pourtant, les « penseurs » les plus divers n'essaient-ils pas de nous enfermer dans un monde qui exclut la confiance et l'optimisme. Nous enfermer dans une société « qui tombe » aux pieds des déclinologues ou dans une « société de la peur » ou de « la défiance », pour des publicitaires en mal de réflexions [6].

Avec le risque, l'assurance et la confiance ont partie liée, c'est un truisme que de le dire. Mais un truisme essentiel que les magiciens des mots communicants ont abondamment utilisé, à l'excès semble-t-il comme le montre le tableau ci-après illustrant les créations de signatures publicitaires dans le secteur de l'assurance.

Même si un monde sans peur n'est pas sans reproche, un monde sans confiance est sans futur. L'intolérance ou l'aversion totale aux risques constituent une menace bien plus forte que celle qui existerait dans une société où le juste risque et la juste assurance s'équilibrent. Alors va-t-on, et comment, vers le tout assurance ou vers toutes les assurances ? Si cette « prédiction » s'avérait, grâce notamment à l'efficacité de tous les acteurs (opinions, *leaders* d'opinion, assureurs, etc.), l'assurance aurait vaincu le risque, « tous les risques », et dans le même temps toutes les raisons de croire en la « confiance ». Avec comme perspective, pour chacun d'entre nous, une société dont l'épitaphe ou la signature publicitaire « créative » est toute trouvée : mourir confiant !

Assurance, confiance et publicité : l'imagination n'est pas toujours assurée 1990-2006

Entreprises	Signature	Date
Mutualité française	*"La santé en toute confiance"*	2005
La Poste	*"La confiance grandit"*	2005
Mutualité française	*"La confiance ne peut être que mutuelle"*	2004
La Poste	*"La confiance a de l'avenir"*	2004
Axa	*"Vivez confiant"*	2003
Axa	*"Vivre confiant"*	2003
Mutu Ouest	*"300 ans d'expérience, la confiance de millions d'assurés"*	2003
Aviva	*"La confiance conforte l'action"*	2003
Mutu Ouest	*"La mutuelle confiance"*	2000
Euro Assurance	*"La confiance de tout le temps"*	1999
Euro Assurance	*"Le plaisir de tout de suite, la confiance tout le temps"*	1999
Toulouse Mutualité	*"La confiance mutuelle"*	1999
Mederic	*"L'avenir en confiance"*	1999
Mutualité française	*"Faites confiance à une vraie mutuelle"*	1998
FFSA	*"L'avenir, en toute confiance"*	1997
SMABTP	*"Construire en confiance"*	1997
Mederic	*"L'avenir avec confiance"*	1996
LDA	*"Nos clients le savent : l'assurance est une relation"*	1993
UNAT Direct	*"Quand assurance veut dire confiance"*	1990

Notes

1. *Voir récemment cette idée déployée dans un article de Jean- Marc Vittori, « L'ère des salariés multirisques »,* Les Échos, *21 mars 2006.*

2. Le Monde *2 du 15 avril 2006 interrogeait ainsi encore Ulrich Beck sur la mondialisation, le progrès et ses dangers, au regard de la grippe aviaire.*

3. *Voir en particulier, Giddens A.,* Les conséquences de la modernité, *L'Harmattan, Paris, 1994.*

4. *Voir dans cette livraison de* Risques *l'article de N. Narcisse, relatant l'étude TBWA\Corporate sur la perception de l'assurance par les leaders d'opinion.*

5. *Étude TBWA\Corporate, précitée.*

6. *Les groupes de communication publient une littérature abondante sur leurs visions de la société et de l'opinion, en proposant une série d'études de tendances et de baromètres d'opinion.*

Bibliographie

BECK, U., *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité.*, Paris, Aubier, 2001 pour la traduction française (première édition allemande en 1986, *Risikogesellschaft, Suhrkamp Verlag*, Frankfurt am Main), 1986.

BORDAS, N. ; NARCISSE, N., « Gérer le risque d'opinion avant le risque de pandémie », *Revue Banque*, mai, 2006.

WILLIAMSON, O., « Calculativeness, Trust, and Economic organization », *Journal of Law Economics*, avril, 1993.

La marque au service de l'image institutionnelle de l'assurance

Claire Dorland-Clauzel

Directeur Communication, Marque et Développement durable du groupe Axa

La notion de risque, de plus en plus médiatisée, est largement incomprise par l'opinion publique. L'image institutionnelle de l'assurance en est affectée. C'est en renforçant marque et image de manière efficace et cohérente que les entreprises d'assurances et la profession gagneront la confiance du public. Illustrations fondées sur l'expérience d'Axa...

Il n'y a pas de progrès sans risque, ni de nouvelle prise de risque sans solution d'assurance adaptée. L'invention de la roue n'est-elle pas, pour les plus optimistes, la genèse de l'assurance automobile ?

De telles prémisses augurent bien *a priori* de l'image institutionnelle de l'assurance, et ce, avant même de considérer le renfort d'une marque. Et pourtant ! Force est de constater qu'une majorité de nos contemporains, plus prompts à traduire « risque » par menace que par opportunité, seraient probablement enclins à y voir une aimable provocation. Quant à lui, le lecteur de *Risques* aura compris qu'il s'agit simplement d'une ouverture roborative sur des questions que la profession se pose. Pourquoi la perception de l'assurance n'est-elle pas celle que nous pourrions souhaiter ? Et surtout, comment la marque peut-elle contribuer à améliorer la situation ?

Pourquoi la perception de l'assurance n'est-elle pas celle que nous pourrions souhaiter ?

L'opinion publique a aujourd'hui le sentiment d'être confrontée à un niveau de risque de plus en plus important. Or, cette progression est moins liée à l'évolution de la nature et du volume du risque qu'à une mutation profonde de sa visibilité et de sa perception. Certes, les risques ont fortement évolué. Mais les techniques d'assurance et de prévention ont progressé à un rythme tout aussi soutenu. En revanche, la médiatisation a produit un effet de rupture probablement sans précédent.

Révolu, en effet, le temps où l'on inventait la roue hors des projecteurs et de l'instantanéité du « 20 heures ». La couverture médiatique a, à l'instar des dramatiques images du 11 septembre 2001 ou de celles de récentes catastrophes naturelles, suscité une pression émotionnelle inédite. La médiatisation quotidienne de l'information a puissamment contribué, sur un mode souvent moins spectaculaire mais tout aussi efficace, à accroître la sensation générale de risque. Ne finira-t-on pas, à supposer la poursuite de cette tendance, par considérer comme imminentes des situations de crise découlant de risques potentiels avant même que ceux-ci n'aient fait l'objet d'une identification et analyse réelles.

Cette nouvelle perception du risque n'a pas, pour autant, un impact uniquement négatif sur l'assurance et son image. Indubitablement, l'accentuation actuelle de la « victimisation » et les progrès de l'aspiration à un droit à réparation universel ne sont pas des facteurs favorables. En revanche, d'autres aspects peuvent, à condition d'être traités de manière pertinente et efficace, générer des opportunités. L'accroissement du besoin de protection entre à l'évidence dans cette catégorie. C'est aussi en partie le cas de la montée en puissance progressive

du rejet du risque. Il revient, en effet, aux assureurs de savoir y percevoir et saisir une opportunité en matière d'information, d'éducation et de prévention.

Comment la marque peut-elle contribuer à améliorer la situation ?

Cette opportunité offerte aux assureurs reste aujourd'hui encore insuffisamment exploitée. Nous nous accommodons en effet trop facilement d'un déficit de communication et d'image au prétexte de la technicité extrême du métier. Or, il n'y a pas de fatalité insurmontable en la matière. Surtout, la profession s'expose à ce qu'un manque de proximité dégénère en un manque de confiance. Cela est d'autant moins souhaitable que la confiance est notre cœur de métier et que les acteurs du secteur en auront singulièrement besoin pour réussir à maîtriser l'évolution de la perception du risque. Ce besoin de confiance se fera d'ailleurs d'autant plus pressant que les risques deviendront plus globaux, sociétaux et visibles de tous.

Illustrons la nécessité de communication du secteur au moyen de l'exemple d'un tout nouveau risque. Axa a récemment mis en place le premier contrat au monde d'assurance pour l'aide humanitaire d'urgence. Ce contrat, inscrit dans l'action développée par les Nations Unies, prévoit le déblocage d'une aide financière d'urgence en cas de sécheresse extrême en Éthiopie pendant la saison agricole 2006. C'est la première fois qu'un organisme financier assume un risque climatique afin de protéger des populations qui n'ont pas d'accès direct à l'assurance. Cette innovation est, comme beaucoup d'autres d'ailleurs, ignorée du grand public. Est-ce parce que le métier est très technique ou parce que nous avons tous pris l'habitude d'évoquer les *risques* d'assurance au lieu de présenter les *solutions* et *services* d'assurance. Ce renversement salutaire n'est-il pas, après tout, l'objet même de la communication ?

La marque est le premier attribut qui permet à une société d'assurances de mettre en valeur la raison d'être de son métier et de son activité : la réponse apportée aux besoins de protection et de confiance de son client.

La marque est à la fois un point de repère essentiel en externe – pour les consommateurs et les citoyens – et un puissant élément fédérateur en interne – pour les collaborateurs. C'est sur elle et autour d'elle que se fonde et se décline la communication sur l'activité, les produits et les services. Il est donc indispensable, dans le contexte actuel, que la marque soit gérée et perçue comme un authentique vecteur de confiance. L'expérience d'Axa en est un bon exemple. On y décèle en effet des motifs de confiance dans chaque composante de la marque : son nom, son histoire et son contenu.

Le nom « Axa » fut, dès sa naissance en 1985, porteur d'une vision : fédérer un ensemble de sociétés pour leur donner les moyens de se transformer en un groupe international au bénéfice d'une culture commune, clairement identifiée et partagée par tous ses collaborateurs dans le monde. L'adoption de ce nom allait également, progressivement, contribuer à une meilleure lisibilité pour les actionnaires, les investisseurs et les clients.

L'histoire d'Axa constitue une aventure collective singulière : en 20 ans, une petite société française spécialisée en assurance-dommages est devenue un *leader* mondial de la protection financière. Notre marque bénéficie de l'empreinte de ce parcours.

Le contenu de la marque « Axa » rassemble son métier, son positionnement et sa promesse de marque. Son métier, la protection financière, recouvre l'ensemble de ses activités de protection des personnes et des biens. Le choix du terme illustre sa volonté de placer le client au centre de ses préoccupations et de son organisation. Il s'agit, en effet, de le protéger à chaque étape de sa vie en lui fournissant des produits et services adaptés à ses besoins. La protection financière est donc une approche globale par laquelle l'entreprise s'engage à maintenir une relation étroite et pérenne avec ses clients. Cette démarche est confortée par un positionnement spécifique : proximité et expertise. Nous nous voulons proches par l'écoute et la compréhension des besoins et aspirations du client, l'aptitude à innover et un effort permanent d'explication et de transparence. Nous sommes experts par notre compétence et notre savoir-faire dans les multiples volets techniques de notre métier.

Au global, l'unique ambition de ce contenu de marque est de générer et de transmettre de la confiance. C'est bien le sens de notre promesse de marque : « vivre confiant ».

Mais cette promesse ne s'adresse pas seulement aux clients, collaborateurs et actionnaires de l'entreprise. La responsabilité de toute entreprise s'étend en effet

progressivement à l'aune des exigences d'un réseau de parties prenantes de plus en plus divers : consommateurs, opinion publique, fournisseurs, médias, associations, organisations non gouvernementales, etc., et ce, pour un groupe comme Axa dans des contextes nationaux très variés.

Un périmètre d'activité aussi vaste que la protection financière dépasse d'ailleurs le simple cadre métier et confère à une marque une large responsabilité économique et sociale. Ainsi, la protection financière des particuliers, des entreprises et des collectivités place-t-elle Axa au cœur des sociétés où il développe son activité. Cette interaction permanente et étroite avec la société civile lui impose de s'y impliquer.

Cette implication passe par la mise en œuvre d'une politique de développement durable qui conforte la responsabilité de l'entreprise. Les actions de mécénat social qui, au travers de l'association *Axa Atout Cœur*, mobilisent la générosité des collaborateurs dans la lutte contre l'exclusion en sont un exemple. Le déploiement d'une politique active de prévention des risques, corollaire direct de notre métier, en est un autre exemple.

On constate donc que la relation à la Cité acquiert progressivement une importance majeure du point de vue des marques individuelles et, *a fortiori*, de celui de l'image institutionnelle globale de l'assurance.

Protection et confiance sont traditionnellement des notions-clés pour notre secteur d'activité. Elles revêtent une acuité particulière dans l'environnement actuel où la peur du risque a pris une place prépondérante. La gestion de la marque, vecteur potentiel de confiance, est donc un enjeu de taille pour toutes les entreprises. Le développement d'une communication pertinente, transparente et didactique, devrait permette aux entreprises de contrer efficacement la montée en puissance de l'aversion au risque et la détérioration de l'image du secteur qui pourrait s'ensuivre.

L'« ASSUR-ISTANCE » OU L'ÉMERGENCE D'UN NOUVEAU MODÈLE DE GESTION DES RISQUES

Martin Vial

Directeur général du Groupe Europ Assistance

Les assureurs et assisteurs se trouvent aujourd'hui face à un double paradoxe.
En effet, l'aversion au risque croît à mesure que le libéralisme gagne du terrain dans le monde : aversion au risque des marchés, principe de précaution, judiciarisation du risque… La Cour suprême de l'Oregon aux États-Unis a par exemple confirmé, début février dernier, la condamnation du fabricant de tabac américain Philip Morris à verser 79,5 millions de dollars de dommages et intérêts punitifs à la famille d'un fumeur décédé. Parallèlement, le progrès technologique et l'augmentation du niveau de vie se sont accompagnés ces dernières décennies d'une croissance de la fréquence et de la gravité des catastrophes de toutes natures. Le progrès, loin d'avoir réduit les risques, les a fait augmenter : 27 catastrophes naturelles ont été dénombrées entre 1960 et 1970 pour un montant de 89 milliards de dollars ; et le nombre est passé de 1993 à 2002 à 63, pour un montant de 567 milliards de dollars. En 2004, les dégâts ont atteint le montant record de 123 milliards de dollars. Aux catastrophes naturelles s'ajoutent les risques technologiques, la pollution chimique, les catastrophes dues à des causes alimentaires, les grandes pandémies, etc.
Ce double paradoxe se traduit par une montée rapide et sans précédent de l'exigence de couverture des risques à l'échelle planétaire qui s'accompagne d'une profonde modification du contenu de cette exigence. Le monde de l'assurance passe en effet aujourd'hui de l'exigence de garantie financière à celle du « tout garanti » qui recouvre une demande globale d'information, de prévention, de couverture financière bien sûr, et également de services et d'assistance.
Nous passons du modèle classique de l'assurance à un nouveau modèle, celui de l'« assur-istance », combinaison de l'assurance traditionnelle et des formes modernes de l'assistance.

La montée actuelle des exigences de couverture des risques

Aujourd'hui, l'escalade des exigences en termes de couverture des risques est due à plusieurs causes majeures de natures diverses : conjoncturelle, sociale, financière, juridique, ou encore technologique...

On assiste tout d'abord ces dernières années à la montée des grands risques et catastrophes – accidents, catastrophes industrielles, terrorisme, catastrophes sanitaires et pandémies – mais également au renforcement des grands phénomènes médico-sociaux à l'échelle planétaire tels que le vieillissement et la montée de la dépendance. Cette situation de risques accrus est perçue de façon aigüe par une opinion publique rendue hyperréactive à l'information diffusée en temps réel par les médias *via* les satellites et Internet.

Deuxièmement, l'émergence de la « planète-village » intensifie l'exigence de couverture. La révolution Internet permet l'accès à une information complète sur les offres et leurs caractéristiques et de plus en plus d'outils à disposition du public fournissent une possibilité de *benchmark* entre assureurs.

Troisièmement, l'élévation globale du niveau de vie joue accroît l'exigence des clients de l'assurance. La corrélation est forte entre l'évolution du PIB par habitant et celle de la demande de couverture des risques émanant des consommateurs et des entreprises et du degré de sophistication du marché de l'assurance. Avec la progression du niveau éducatif, la capacité à absorber de l'information et la demande d'information du consommateur croissent. Ce phénomène de « consumérisme » est né aux États-Unis et a été incarné dès les années 1960 par l'avocat américain Ralph Nader. Le système des dommages et intérêts punitifs – dont les montants peuvent atteindre des dizaines de millions de dollars comme dans l'affaire Philip Morris – mais également la possibilité de class actions font des États-Unis la tête de pont du mouvement consumériste dans le monde. Cette évolution culturelle et sociétale s'est propagée en Europe de l'Ouest, avec ses conséquences sur l'équilibre des modèles assurantiels.

Les systèmes réglementaires et judiciaires s'adaptent à grande vitesse aux évolutions majeures de la conjoncture, des événements et du marché. Les dimensions de prévention ou simplement de réparation des sinistres évoluent avec ceux-ci. À titre d'exemple, la réglementation européenne mais également la réglementation chinoise en matière d'assurance ont récemment changé. En Russie, l'assurance automobile est devenue obligatoire et, même si la loi n'y est pas encore rigoureusement appliquée, il reste que le modèle a été adopté.

Enfin, la financiarisation de l'économie accroît l'exigence de garantie par les entreprises. L'exigence de couverture est très forte dans le cadre de la notation des groupes par les agences de *rating*. Les Etats ne sont pas épargnés par cette tendance lourde comme en témoigne le débat sur les engagements « hors-bilan » des États qui s'ajoutent à leur dette dans le cadre de leur notation financière : garanties accordées aux établissements publics, aux crédits à l'exportation, à certaines formes d'épargne, structures de défaisance, primes d'épargne-logement, mais également, et surtout, engagements en assurance vieillesse et maladie liés au vieillissement de la population. Autre exemple, qui touche cette fois les entreprises : les règles de gouvernance récentes introduisent de nouveaux risques en matière de responsabilité qui nécessitent une couverture assurantielle.

◆ Cette montée des exigences de couverture des risques s'accompagne d'une demande de mutualisation et de solidarité

En effet, les « citoyens-consommateurs » manifestent de plus en plus le besoin de garantie par l'État ou par la collectivité d'assumer les aléas liés à des risques de toute nature.

Ainsi, en France par exemple, la société privilégie aujourd'hui nettement une culture de la responsabilité solidaire de la Nation envers le risque, comme l'ont montré les débats autour de la « journée de solidarité » en faveur des personnes âgées et handicapées, ainsi que les polémiques suscitées par des catastrophes telles que les marées noires, les inondations dévastatrices, et les épidémies…

Mais au-delà de la protection d'ordre financier, les consommateurs demandent plus fondamentalement des formes de garanties plus évoluées, plus complètes, vis-à-vis de toute forme de risques.

■ Une profonde évolution du contenu de la garantie

La demande accrue de garantie par les consommateurs et les entreprises s'accompagne d'une profonde évolution du contenu de la garantie. La demande s'est tout d'abord élargie sur les risques assurantiels (non-vie), sur les personnes et les biens.

En termes de couverture multirisques habitation (MRH) ou automobile, on connaît certes la garantie financière ; mais aujourd'hui se développent surtout les prestations en nature, l'assistance et la maintenance, la protection juridique, l'offre « guichet unique »...

Dans le domaine de l'offre santé, le marché s'oriente vers une gamme de services qui comporte de l'information, de la prévention, un suivi personnalisé, le système du tiers-payant, mais également divers services associés.

Des solutions novatrices comme l'organisation de soins dans des réseaux de santé à l'étranger ont également vu le jour. Proposées par exemple par Europ Assistance en Russie ou en Afrique du Sud, elles permettent d'offrir une prise en charge de qualité à des coûts maîtrisés.

Les contrats de garantie dépendance comportent des volets financiers mais la demande va au-delà et porte sur la fourniture garantie d'une prestation d'assistance et de services à la personne. Ce marché présente un défi en termes de taille : à l'horizon 2010, en France, le nombre de personnes dépendantes passera d'ici à 2035 de 800 000 à 1 100 000 [1]. Cette croissance de la dépendance génère une demande massive de soins et de services, et réclame un savoir-faire et une maîtrise des réseaux et de la logistique très poussée. On estime que le volume global des services à domicile et à la famille devrait croître de 10 % par an en moyenne d'ici 2010 en France.

En matière de couverture des risques industriels, les assureurs sont de plus en plus appelés à participer à la vérification et à la validation des systèmes de prévention mis en place par les entreprises qu'ils assurent. Ces nouveaux mécanismes se développent non plus seulement dans l'intérêt propre des assureurs, mais la certification en matière de risques industriels et environnementaux devient la règle.

Ensuite, la contribution à un développement durable est devenue une nécessité pour les assureurs à mesure qu'un état d'esprit tourné vers la « corporate social responsibility » anglo-saxonne gagne la culture européenne et française. Aujourd'hui, les assurés ont de plus en plus tendance à privilégier les entreprises – donc également les assureurs – actives ou tout au moins transparentes et qui remplissent des critères liés à la responsabilité sociétale. Les marchés financiers voient se développer l'influence des agences de notation éthiques et le poids des fonds d'investissement éthiques, avec des grilles standards comme le Global Compact. Ces exigences nouvelles sont appuyées par les autorités de contrôle.

La croissance des offres favorisant le développement durable est donc une nécessité vitale pour les assureurs, comme les offres de type « atteinte à l'environnement » développées par certaines sociétés d'assurances.

L'émergence d'un nouveau modèle : l'« assur-istance »

Les assisteurs contribuent à satisfaire les nouvelles exigences en termes d'étendue de la couverture et de contenu de la garantie offerte grâce à l'apparition du modèle de l'« assur-istance ».

Le secteur de l'« assur-istance » est en pleine expansion : il connaît de façon globale une croissance à deux chiffres depuis une dizaine d'années, portée par une pénétration forte sur les pays émergents – dont l'Asie et l'Amérique du Sud. La Chine, marché sur lequel vient de s'installer Europ Assistance, représente également un marché à fort potentiel pour l'« assur-istance », notamment en raison des évolutions réglementaires récentes.

Dans la mesure où la demande se sophistique pour des produits d'assurance et d'assistance personnalisés, et pour une prise en charge intégrée et globale en cas de survenance d'un dommage, le champ des activités des « assur-isteurs » s'élargit.

Les assisteurs : une présence en amont et en aval...

C'est désormais en amont et en aval de la réalisation du risque qu'interviennent les assisteurs comme Europ Assistance.

La relation contractuelle d'assistance permet un contact développé avec le client en « amont » du risque : soit indirectement par la pédagogie, soit parce que les prestations d'assistance contribuent directement à diminuer le niveau de risque. L'assisteur intervient évidemment en aval pour apporter toutes les prestations et services rendus nécessaires pour le traitement du sinistre.

Dans le domaine de la prise en charge des personnes âgées dépendantes, il est avéré que les systèmes de maintien à domicile ont un rôle très important dans le ralentissement de la perte d'autonomie. La réponse (prise en charge et services) des sociétés d'assistance est exactement ajustée à la problématique et aux besoins réels ; elle permet à l'ensemble de la société de réaliser des économies substantielles. En France, le coût de la prise en charge hospitalière d'une personne âgée dépendante est 1,5 à 2 fois plus élevé que le coût d'une prise en charge à domicile [2].

Conclusion

L'« hyper conscience » du public vis-à-vis d'une montée générale des risques crée une demande exacerbée de garanties et tend à l'émergence d'un nouveau modèle. En combinant la garantie financière, l'information, la prévention, l'assistance et les services associés, l'« assur-istance » répond à cette évolution majeure.

Or, cette nouveauté radicale sur le marché engendre la nécessité pour les assureurs de faire évoluer leur stratégie de communication. L'opinion publique réclame que les entreprises d'assurances et d'assistance s'impliquent dans une relation de proximité centrée sur les attentes du client, en termes de transparence (politique tarifaire, caractéristiques de l'offre, limites de l'assurabilité, mais aussi gouvernance), d'information et de prévention. Dans ce dernier domaine, l'initiative qu'a prise Generali en matière de prévention routière et d'information (permis à points…) est exemplaire.

Une évolution vers plus de transparence sera salutaire pour le marché et favorisera les acteurs qui se comporteront en « intégrateurs », capables de penser une offre qui répondra dans chaque domaine d'intervention à l'ensemble des exigences des clients.

Notes

1. *Selon une étude Insee réalisée en 2004, critères Aggir.*

2. *Intervention de Martin Vial lors du colloque Longévité et gestion du risque, mars 2004.*

VERS LE TOUT ASSURANCE ?

Robert Leblanc

Coprésident de la Chambre syndicale des courtiers d'assurances,

Président du directoire Siaci

L'assurance se développe plus vite que l'économie en général .Dans un monde inquiet, la demande d'assurance est soutenue. Pour autant, il existe des limites aux possibilités d'assurance qui rendent le « tout assurance » totalement improbable.

Développement de l'assurance

L'assurance n'a pas toujours existé. Pour l'essentiel, si on laisse de côté l'assurance maritime ou les tontines, elle a moins de deux siècles. L'expérience a montré, à travers le monde et au fil des décennies, que le développement de l'assurance est lié à celui de l'économie en général et que son taux de progression est même supérieur à celui de l'économie. Sauf à imaginer une croissance zéro ou, pire, une régression, et en supposant que ce constat prouve une loi permanente, l'assurance a une perspective de croissance qui pose inévitablement la question de la limite, un point du développement à partir duquel les besoins d'assurance seraient saturés et les perspectives de croissance de l'assurance ramenées au mieux à celles de l'économie sous-jacente. Cette saturation est probablement fonction des caractéristiques de la société, de ses choix collectifs ; et rien ne dit qu'elle corresponde à une limite absolue.

Cette situation ne mériterait toutefois d'être qualifiée de « tout assurance » que si, de surcroît, toute menace faisait l'objet d'une réponse en termes d'assurance.

Menaces et vulnérabilité

Le terme de « menace » ouvre le champ d'investigation par rapport à celui de « risque ». Car c'est bien la menace qui concerne le décideur, individu ou représentant d'une entreprise. Et le premier travail qui lui incombe est justement d'analyser la menace, perçue subjectivement, pour parvenir à une évaluation la plus objective possible du risque, surtout s'il s'agit d'une démarche professionnelle.

Parce que nous baignons dans l'information sur l'actualité et que les événements portés à notre connaissance sont beaucoup plus souvent négatifs que positifs (on dit souvent qu'on ne commente pas les trains qui arrivent à l'heure), la tendance naturelle est à une perception de menaces croissantes, voire à une culpabilisation individuelle qui n'est pas sans fondement dans la vision de plus en plus globale du monde à laquelle chacun est conduit. S'il y a un effet de serre qui menace la vie sur cette Terre, rien de moins, c'est parce que je suis en train de conduire, moi, pauvre individu parmi quelques milliards, ma voiture ; et je pense que, si je ralentis, ou si j'achète mieux ma prochaine voiture, le monde ira moins mal ; et je pense aussi que si tout le monde veut prétendre à la même vie que moi, ça ne passe plus ; je suis au-delà de la lutte sociale, je butte sur des limites environnementales…

Nous vivons dans un monde inquiet. Il est vrai que les menaces sont multiples et diffuses. La menace terroriste est terrible par son absence de source identifiable ; l'ennemi n'a pas de visage et pourtant il tue, parfois à grande échelle, et on sait qu'on n'a pas vu le pire possible. L'amiante tue avec retard ; quand on apprend qu'elle tue, elle est consommée depuis longtemps. Ne nous étonnons pas que les OGM soient autant diabolisés ; on ne sait pas s'ils seront dangereux à terme ou pas ; on ne peut pas prouver qu'ils le seront, mais on ne peut pas prouver le contraire non plus et, après un siècle où les apprentis-sorciers ont impunément soumis les populations à des risques qu'elles n'avaient pas vu venir et que l'on ne sait pas corriger, chat échaudé craignant l'eau froide, on se protège par l'invention et la constitutionnalisation du principe de précaution. Et c'est l'histoire même de l'homme qui est en cause ; refuser toute incertitude conduirait à refuser tout progrès, toute évolution, ce serait le repli et la mort.

Comment doser ? Qui peut dire jusqu'où aller et où s'arrêter ? Personne. Les sachants sont en même temps les moins crédibles dans l'opinion publique. Alors on laisse s'exprimer des dogmatiques. On peut se moquer de l'Église catholique face à Galilée ; il y a aujourd'hui plus d'héritiers des censeurs que des défricheurs…

En réalité, après des années – parfois appelées les Trente Glorieuses –, la période d'une modernité insouciante vécue par une génération qui se remettait des affres de la guerre mondiale, nous sommes entrés dans une ère d'inquiétude. On se souvient parfois avec nostalgie des « sixties ». C'était l'enfance du monde moderne, avec toutes ses potentialités, les antibiotiques, les avions, les vacances, les téléphones, l'électroménager, sans les soucis. Les « seventies » en sont l'adolescence ; 1973, crise du pétrole, est la crise d'adolescence, il n'y a pas d'adolescence sans crise… Et nous voilà adultes, avec nos problèmes d'adultes, nous voilà même vieux, désenchantés. Au-delà d'une nouvelle crise à franchir, une génération sera peut-être appelée à vivre une nouvelle jeunesse, une nouvelle modernité. Dans l'immédiat, nous sommes dans un monde d'inquiétude et de culpabilité.

Les jeunes ne sont d'ailleurs pas si moroses ni inquiets de leur avenir. Ils sont jeunes tout simplement, ils ont la fraîcheur de la jeunesse. Mais déjà l'appellation de jeune est dévoyée, puisque le politiquement correct substitue ce terme à celui de voyou. Alors les jeunes vivent leur espérance de jeunes de leur côté et la société avance avec un discours et des positions de vieux… Nombre de sondages ont révélé l'optimisme des jeunes et les manifestations publiques auxquelles ils participent ne sont pas le signe d'une désespérance, mais au contraire celui d'une combativité ; que les enjeux de ces manifestations ne soient pas bien compris est encore un autre sujet sur lequel on ne s'étendra pas ici.

Dans son allocution à l'AMRAE (Association pour le management du risque et des assurances de l'entreprise) en janvier 2006, Denis Kessler a proposé le concept de « vulnérabilité ». Considérant que les menaces sont diffuses, qu'il n'est plus pertinent de raisonner à partir des notions de populations à risques, de comportements à risques, de zones géographiques à risques, il considère que chacun, où qu'il soit, quoi qu'il fasse, est vulnérable. La guerre terroriste n'a pas de front, et il n'y a pas de planqué ; voilà bien une menace qui nous concerne tous. Dans l'air, dans l'eau, la menace est partout, nous sommes tous vulnérables.

Les boucliers

Quelle réponse à la vulnérabilité ? Denis Kessler propose le « bouclier ». Il observe que ce vocable monte en puissance, du bouclier américain de la guerre des étoiles au bouclier fiscal du gouvernement français…

Mais de quoi peut être fait le bouclier, ou plutôt de quoi peuvent être faits les boucliers ? Schématiquement, on peut compter sur soi ou sur les autres, et les autres dans un cadre administré ou libéral et commercial.

Compter sur soi, c'est la logique de l'épargne de précaution, c'est le trésor caché, les billets dans la lessiveuse, la pièce d'or cousue dans la doublure… En cas d'imprévu, on pourra puiser dans les réserves, racheter ou reconstruire ce qui est perdu et redémarrer, reprendre la vie comme avant l'incident et de nouveau, en régime de croisière, épargner pour reconstituer cet outil de précaution. L'avantage, c'est que l'on ne dépend de personne. Les inconvénients sont évidents : on n'en a pas toujours les moyens, et la protection est limitée par rapport à l'effort permanent qu'elle coûte.

Compter sur les autres dans un cadre administré, c'est s'en remettre à une solidarité plus ou moins institution-

nalisée, plus ou moins spontanée ou déshumanisée, qui fonctionne à l'échelle d'un groupe auquel on appartient : famille, communauté, nation dans son ensemble… Le rôle premier des États est d'ailleurs cette réduction des risques qu'ils opèrent au profit de leurs citoyens. On a beaucoup parlé de l'État providence et maintenant des limites des systèmes hérités soit de Beveridge, soit de Bismarck.

Compter sur les autres dans un cadre commercial et libéral, c'est transférer son risque vers un autre acteur qui choisit d'être porteur de risque, c'est acheter un produit de marché de couverture des risques. Il peut s'agir d'une caution, d'un produit financier, option ou produit dérivé, permettant de couvrir un risque de taux, un risque de change, tout risque de variation d'un paramètre déterminant de la valeur de l'actif détenu. Et cela peut être un produit d'assurance ; le transfert du risque s'opère alors vers un porteur de risques (les Anglais appellent « carriers » les assureurs) qui constitue une mutualité et fonde sa tarification sur des probabilités de fréquence et d'intensité des sinistres que cette mutualité est appelée à connaître en application de la loi des grands nombres.

On évoque aussi l'« *alternative risk transfer* », un ensemble de solutions financières substituables en théorie à l'assurance : titrisation, émission de « dérivés climatiques » par exemple. Le marché financier offre une assiette de mutualisation très large ; la différence est d'ailleurs que la mutualisation n'est pas faite entre porteurs de la même nature de risque *a priori*, mais entre acteurs choisissant de partager l'aléa. Cependant le recours à ces moyens reste à ce jour très limité, même si on a vu un assureur y recourir en substitution à une cession classique de ses risques à un réassureur.

La maîtrise des mécanismes d'assurance a longtemps été l'apanage des assureurs. Aujourd'hui, le développement de la bancassurance montre que, des trois volets que sont ce savoir-faire technique, le développement de moyens de gestion et l'activation d'un réseau commercial, le premier n'est pas le plus difficile à réaliser.

Les limites de l'assurance

Ces limites correspondent à la rencontre possible entre une demande et une offre.

Il existe des limites du côté de la demande, sans revenir aux différents « boucliers » évoqués précédemment, simplement par le jeu de préférences pour l'auto-assurance, les rétentions, le recours à des captives d'assurance ou de réassurance.

Mais les principales limites se situent du côté de l'offre.

Parmi les critères de base de l'assurabilité d'un risque, on retient généralement :

- son caractère exogène, qui évite une bonne part d'antisélection ;
- son caractère quantifiable ;
- l'existence d'une base statistique historique ;
- l'existence d'une base de mutualisation.

L'engagement de l'assureur est aussi déterminé par sa capacité et par l'observation d'éventuelles situations de cumuls de risques.

La souscription dépend largement de facteurs conjoncturels. En période de « *soft market* », quand les assureurs ont un appétit prononcé pour la souscription parce que les actifs gérés sont dans une phase très profitable, ils sont prêts à souscrire en « tout sauf ». À l'inverse, en période de « *hard market* », quand ils sont frileux, ils ne souscrivent plus que des risques dénommés.

Les exclusions sont nombreuses : du refus de souscrire des assurances de responsabilité civile pour les professions médicales les plus sensibles à l'exclusion de la grippe aviaire, en passant par les listes de molécules produites par l'industrie pharmaceutique exclues non par un assureur, mais par l'ensemble des marchés…

Une limite de l'assurance privée est sa capacité à faire face à des événements que personne n'avait prévus et d'une ampleur sans commune mesure avec les bases de la mutualisation historique. Par exemple, les attentats du 11 septembre ont fait de quelques avions la cause de sinistres d'une ampleur monstrueuse que le marché de l'assurance aviation n'avait jamais prévu de devoir couvrir. C'est notamment pour cette raison, mais aussi parce qu'il appartient à l'État de garantir l'ordre public, que des dispositifs faisant intervenir une garantie de l'État se sont imposés dans bien des pays en matière de terrorisme. À l'inverse, en régime de croisière, les mécanismes de l'assurance sont généralement plus efficaces que les dispositifs publics…

Une autre limite de l'assurance vient du paradoxe du lien entre cotisation et risque exposé. Tous les apprentis-assureurs connaissent le modèle de l'assureur qui

segmente ses clients selon leur degré supposé de risque, opposé à celui d'un assureur proposant les mêmes conditions aux différents clients ; très vite, les bons risques vont chez l'assureur qui pratique la segmentation, auprès duquel ils bénéficient de conditions plus avantageuses que celles, moyennes, du concurrent ; et ledit concurrent se retrouve avec les moins bons risques, contraint soit de subir de mauvais résultats, soit de relever ses tarifs. En pratique, les assureurs sont très sélectifs et appliquent une approche multicritères à leur souscription ou à leurs tarifs. Le modèle précédent suggérant de toujours plus segmenter, on est théoriquement conduit, *in fine,* à une non-mutualisation.

En pratique, on constate, dans bien des cas, notamment en santé individuelle, mais aussi dans les risques d'entreprises, que l'assuré évalue la qualité de son achat d'assurance en rapprochant les remboursements engrangés de la cotisation payée et en considérant comme une déperdition ce qui correspond à une mutualisation…

Conclusion

En l'absence aussi bien de demande systématique que d'offre universelle, rien n'indique que l'on aille vers toujours plus d'assurance. Et le tout assurance est une utopie que personne ne porte.

En termes d'acteurs, on ne peut exclure une dispersion de la maîtrise des mécanismes d'assurance chez d'autres acteurs que les purs assureurs. Mais on peut faire confiance à la robustesse de ces mécanismes pour leur prévoir un bel avenir, aussi long que l'aversion au risque, et surtout au risque subi, chez une majorité d'acteurs.

3.

L'assurance et le financement de l'économie

■ Philippe Trainar
introduction

■ Christian de Boissieu
Les sociétés d'assurances et le financement de l'économie : quelques réflexions

■ Pascal Bied-Charreton
Les assureurs financent les entreprises

■ Daniel Zajdenweber
Le cas des placements en actions

■ François de Varenne
Actions, attention danger ?

■ Jean-Hervé Lorenzi et Jean-Jacques Gauguier
Le private equity *européen et français : un rôle trop faible dans le financement de l'innovation*

■ Dominique Senequier
Interview

INTODUCTION

Philippe Trainar

Directeur des affaires économiques, financières et internationales, FFSA

L'assurance contribue au financement de l'économie en raison de son rôle d'intermédiation financière par lequel elle aide à ajuster l'offre et la demande sur les marchés des capitaux dans des proportions importantes que le mouvement de désintermédiation bancaire a amplifiées. Fondamentalement, l'assurance est activité de transformation : elle transforme la structure des échéances (en allongeant la durée des créances à l'actif par rapport au passif), la structure des risques (en convertissant un risque matériel en un risque financier) et la structure de la « négociabilité » (en utilisant les contrats d'assurance qui ne sont guère négociables pour financer des actions ou obligations qui se négocient très aisément). Ce rôle de transformation est essentiel dans la mesure où il existe d'importantes indivisibilités dans l'économie, où les technologies de transaction ne sont pas convexes, où le marché des produits d'assurance comporte des asymétries d'information significatives (avec notamment des risques d'antisélection ou d'aléa moral et des coûts de vérification *ex post*) qui accroissent les coûts de transaction et réduisent la liquidité. Ce faisant, l'assurance offre à ses clients une diversification et une répartition des risques plus proches de la structure optimale qu'ils pourraient obtenir si les marchés étaient complets et fonctionnaient parfaitement. Pour être plus précis, l'assurance en tant qu'intermédiaire financier remplit une triple fonction.

Première fonction : l'assurance comme « *pool* de liquidité ». C'est ici le passif de l'assurance qui est visé. La survenance de sinistres impose des coûts d'ajustement aux agents concernés, que l'on peut analyser comme des chocs « idiosyncratiques » de liquidité susceptibles d'affecter leur consommation et leur investissement. Dès lors que ces chocs ne sont pas parfaitement corrélés entre eux, la trésorerie nécessaire pour réparer ces sinistres augmente moins que proportionnellement par rapport au nombre d'assurés couverts. En mutualisant les risques individuels, l'assureur est donc en mesure de réduire le volume de liquidité que l'économie doit conserver pour faire face à ces sinistres. Elle joue le rôle d'un « *pool* de liquidité » qui présente l'intérêt d'économiser de la liquidité pour la mettre à la disposition d'autres activités. Ce faisant, l'assurance contribue à l'allocation efficace du capital dans l'économie et à un fonctionnement plus efficient des marchés financiers.

Deuxième fonction : l'assurance comme « coalition visant à partager l'information » pour le compte des entreprises à la recherche de capitaux. C'est ici l'actif des sociétés d'assurances qui est visé, vu du côté des entreprises qu'elles financent. Ces entreprises qui font appel à l'épargne publique sont en général mieux informées que les petits investisseurs individuels sur leur qualité. Il en résulte un problème de sélection adverse pour l'investisseur individuel qui voudrait mettre de l'argent de côté en investissant dans ces entreprises pour se couvrir contre la survenance de certains sinistres. Afin de signaler leur qualité aux investisseurs individuels, ces entreprises peuvent investir une partie importante de leur capital dans leurs propres projets, ce qu'elles font effectivement mais dans des proportions limitées en raison de leur aversion pour le risque et du coût inutilement élevé de cette stratégie pour les « bonnes » entreprises. L'assurance permet à ces entreprises de se présenter aux assurés sous la forme

d'une coalition homogène de bonne qualité, sélectionnée par les sociétés d'assurances. Ces entreprises peuvent obtenir, par ce biais, de meilleures conditions de financement qu'en s'adressant directement à chaque épargnant. Cette coalition est d'autant plus efficace que les rendements de chacun de ses membres sont imparfaitement corrélés entre eux et qu'ils peuvent donc être mutualisés.

Troisième fonction : l'assurance comme « gestion déléguée » pour le compte des assurés. C'est toujours l'actif de l'assurance qui est ici visé, mais cette fois-ci vu du côté des assurés. Du fait des asymétries d'information évoquées ci-dessus, il est nécessaire d'étudier minutieusement les entreprises qui font appel au marché des capitaux et de les suivre afin d'éviter les comportements opportunistes voire de les « punir » en cas de défaut. En déléguant à des assureurs la gestion de leur épargne de précaution, les assurés vont bénéficier du fait que le coût de collecte de l'information et de contrôle des entreprises croît moins vite que le nombre des assurés et que le volume des fonds à placer. L'opération est avantageuse pour les assurés dès lors que les gains de cette délégation sont supérieurs aux coûts nécessaires pour contrôler les assureurs, directement par les assurés eux-mêmes ou indirectement par le biais des services publics officiellement en charge de ce contrôle dans chaque pays. Cette fonction de l'assurance est particulièrement importante pour les assurés dont les patrimoines financiers sont modestes – c'est-à-dire pour la très grande majorité des assurés –. L'accès direct aux opportunités d'investissement et de couverture offertes par des marchés financiers leur est en effet complexe, coûteuse et risquée.

Finalement, quel est l'apport de l'assurance française au financement de l'économie productive ? Les réponses en valeur absolue n'ont guère d'intérêt et il est préférable de recourir aux comparaisons internationales, notamment par rapport aux États-Unis, pour mieux positionner cette contribution. Mais, dans la mesure où les assureurs français ont maintenant la possibilité d'investir en dehors de France, dans la zone euro, sans enfreindre le principe de congruence monétaire que leur impose le Code des assurances, il n'est guère possible de comparer directement l'offre de capitaux par les assureurs français à la demande de capitaux par l'économie nationale : il faudrait avoir une vue élargie à l'Europe de la notion d'économie productive ; malheureusement, celle-ci n'est pas disponible à ce stade en raison de l'insuffisante homogénéité des statistiques nationales. Finalement, c'est probablement la comparaison de la structure des placements des assureurs entre la France et les États-Unis qui est la plus instructive. On constate sur ce point une grande convergence entre la France et les États-Unis. Les assureurs français et les assureurs américains consacrent une part, si ce n'est égale tout au moins assez proche, au financement de l'économie productive : la moitié des placements des assureurs français et les deux tiers des placements des assureurs américains sont ainsi investis dans des obligations d'entreprises ou dans des actions. Et, le partage entre obligations d'entreprises et actions est sensiblement le même (40/60), avec une prépondérance du financement durable de l'entreprise.

Si l'on aborde le sujet sous un autre angle, celui de la part du financement des entreprises par les ménages qui transite par l'assurance, on aboutit au même constat de l'importance de l'assurance pour la canalisation des flux d'épargne vers l'entreprise. Si l'on se limite à l'assurance vie et si l'on prend « en transparence » les OPCVM dans lesquels les assureurs sont investis, comme le suggère Pascal Bied-Charreton dans son article évoqué ci-après, on constate que l'assurance représente 60 % du financement des ménages dirigé vers les entreprises, les 40 % restant se partageant entre la détention directe et la détention indirecte par le biais de détention directe de parts d'OPCVM.

On peut penser que la poursuite de la modernisation du capitalisme français et la nécessité de traiter le choc démographique du vieillissement devraient normalement conduire à un rôle accru de l'assurance dans la fourniture de liquidités à l'économie productive, notamment sous forme d'investissements en actions. La montée en charge de l'investissement des assureurs en titres non cotés témoigne de cette évolution.

Christian de Boissieu estime que la France ne manque pas d'épargne mais d'épargne investie à long terme, en

particulier en actions. Cette situation résulte du jeu de multiples facteurs où interviennent tant l'offre que la demande de capitaux, l'État que les acteurs de marché. L'auteur considère cependant que nous disposons des leviers pour enclencher une dynamique nouvelle favorable à l'investissement en actions, notamment en titres de PME. Le Perp, introduit il y a maintenant un peu plus d'un an, constitue l'un de ces leviers. La fiscalité établit un second levier qui pourrait être rendu encore plus incitatif qu'il ne l'est aujourd'hui. La réforme européenne des règles de solvabilité des entreprises d'assurances constitue un troisième levier auquel l'auteur invite les pouvoirs publics à prêter grande attention. L'engagement des assureurs français à accroître leurs placements dans les PME innovantes et de croissance devrait permettre d'accélérer les évolutions souhaitables.

Pascal Bied-Charreton dresse un tableau d'ensemble des placements des assureurs français et de leur contribution au financement de l'économie. Il en ressort trois traits marquants qui sont finalement assez peu connus, sachant que certains d'entre eux sont relativement récents et que le paysage évolue rapidement. Les actifs non risqués, essentiellement des obligations d'État, ne représentent qu'un peu plus du tiers des placements. Le financement des économies étrangères mobilise plus de 40 % des investissements. Le financement, direct ou indirect, des entreprises concerne la moitié des placements, dont la moitié au bénéfice d'entreprises étrangères et 40 % sous forme d'actions. La réforme des produits de retraite et des contrats multisupports devrait accélérer la montée en charge des actions.

Daniel Zajdenweber étudie plus en détail le placement des actions des sociétés d'assurances. Il montre que la volatilité annuelle des marchés d'actions ne rend pas compte du risque effectif de cette catégorie d'actifs pour les assureurs qui la détiennent non seulement pour diversifier leurs actifs mais aussi pour couvrir des engagements longs. Or, à long terme, la volatilité des actions diminue significativement au point que le risque de performances négatives disparaît quasiment entre quinze et vingt ans. L'auteur s'inquiète dans ces conditions de la réforme de la solvabilité qui risque de pénaliser les placements en actions en imposant aux actifs, à l'instar du RBC américain, un chargement en capital proportionnel à leur volatilité annuelle, indépendamment de la nature des risques couverts au passif.

François de Varenne estime cependant que les arguments en faveur de la détention d'actions en couverture des engagements des assureurs sont fragiles. D'une part, les assureurs sont confrontés à des contraintes de liquidité qui sont inhérentes aux contrats d'assurance, tant en vie qu'en non-vie, et qui réduisent sensiblement la duration des passifs des assureurs, ne laissant plus guère de place aux actions dans le portefeuille optimal des assureurs. D'autre part, contrairement à une opinion répandue, les actions constituent une mauvaise protection contre le risque de l'inflation en raison de la relation négative qui existe entre inflation et activité réelle. Dans ces conditions, l'investissement des assureurs en actions ne peut que résulter soit d'une implication indirecte, par le biais de l'achat de *calls*, soit de la demande des assurés, éventuellement soutenue par l'État, en unités de compte.

Jean-Hervé Lorenzi et Jean-Jacques Gauguier recadrent le placement des assureurs en actions dans la perspective du renouvellement du tissu industriel par le financement de l'innovation et de la création d'entreprises. Partant du constat que, à la différence des États-Unis, l'Europe et la France ont choisi de privilégier les opérations de rachat et de LBO aux dépens des opérations de capital-risque et capital-développement, les auteurs soulignent le risque que ce choix fait peser sur la reconstitution de notre population de PME innovantes. Ils estiment cependant que ce choix n'est pas fatal. D'une part, le *private equity* européen est sur une courbe d'apprentissage. D'autre part, la création d'un marché boursier européen et d'un environnement, notamment réglementaire, plus favorable à la création d'entreprises devraient améliorer la liquidité et la rentabilité globales de ces opérations d'amorçage.

Dominique Sénéquier souligne que le *private equity* est une catégorie d'actifs naturelle pour l'investissement des

assureurs, même des petits assureurs, dans la mesure où elle leur apporte une diversification opportune qui leur permet d'améliorer le couple rendement/risque de leur portefeuille. L'auteur souligne toutefois que le financement du *private equity* ne peut pas résoudre tous les problèmes et que les pouvoirs publics ont aussi leur responsabilité. De fait, il ne faut pas sous-estimer le poids des contraintes réglementaires qui limitent aujourd'hui l'investissement des assureurs en *private equity*. En outre, en France, on manque moins d'argent que d'une culture entrepreneuriale reconnue et d'une organisation efficace de la recherche. De ce point de vue, l'engagement souscrit par les assureurs en matière d'investissement dans le non-coté est important mais ne résout pas tous les problèmes.

Les sociétés d'assurances et le financement de l'économie quelques réflexions

Christian de Boissieu [1]

Professeur à l'université de Paris I Panthéon-Sorbonne

La France ne manque pas d'épargne privée. Mais, on le sait bien, elle n'a pas assez d'épargne investie à long terme en particulier en actions. À qui la faute ? Certainement pas aux sociétés d'assurances. Cette situation est le résultat d'un ensemble de facteurs de natures très diverses. Se conjuguent ici – et la liste est forcément partielle – la réticence d'un certain nombre d'entreprises à ouvrir leur capital, la ponction exercée par l'État sur le marché financier, le contenu même des réglementations prudentielles, la hiérarchie des taux de rendement, l'insuffisance des leviers fiscaux en faveur des placements en actions, le degré de préférence pour la liquidité dans ce monde où la myopie ambiante a été inévitablement accentuée par les chocs géopolitiques, le krach *« lent » (2000-2003) de la bulle Internet et sa trace persistante dans les esprits, etc... Après avoir évoqué l'état des lieux et les raisons qui l'expliquent, nous verrons quels sont les axes et les marges de manœuvre pour une implication accrue des organismes d'assurances dans le financement de l'économie.*

L'état des lieux, les principaux déterminants

Une prédilection pour les placements à revenus fixes

À la fin de 2005, les sociétés d'assurances en France totalisaient 1 261 milliards d'euros de placements (plus-values latentes comprises) ; elles représentaient une force de frappe financière indiscutable, en croissance de près de 12 % par rapport à 2004. Les paramètres de structure sont tout aussi intéressants que le chiffre global :

- sur ce total, les sociétés vie représentent près de 90 % de l'encours laissant à peine 10 % pour la partie dommages.
- la structure des placements est assez typique. En 2005, et en arrondissant les chiffres, on constate la répartition suivante : 67 % investis en obligations et OPCVM à revenus fixes, 26 % en actions et OPCVM actions, 4 % dans l'immobilier (le solde correspondant pour l'essentiel à des prêts et dépôts).
- la composition du portefeuille obligataire est également intéressante : les 67 % précédents se divisent en 37 % investis en obligations d'État et 30 % placés en obligations privées (dont 18 % en obligations d'entreprises étrangères).

- les entreprises d'assurances présentent leurs bilans en coûts historiques, corrigés des amortissements et dépréciations, mais en annexes aux comptes figurent aussi les valeurs de marché. L'application de la *fair value* et la prise en compte des plus ou-moins-values potentielles ne bouleversent pas les chiffres précédents. Cela tient aussi au fait que l'immobilier, qui dans la période récente a le plus dégagé de plus-values potentielles, représente une proportion faible du total des placements.

La structure des sociétés d'assurances en France est dotée d'une assez grande stabilité dans le temps, car les proportions n'ont guère évolué entre 2003 et 2005, et elle traduit une certaine spécificité française.

Placement des sociétés d'assurances
(2003 ; en % et à partir des valeurs de marché)

	Actions et titres assimilés	Titres à revenus fixes	Immobilier	Prêts et dépôts	Autres
France	23,4	68,7	4,4	2,7	0,7
Allemagne	37,1	9,7	2,4	50,5	0,3
Royaume-Uni	43,3	36,9	6,2	3,7	8,9
UE à 15	32,8	41,5	4,3	14,7	6,7

(Source : CEA ; aux arrondis près)

En l'espèce, les comparaisons habituelles entre la France et l'Allemagne sont moins intéressantes que le positionnement de la France par rapport à l'UE-15. On a ainsi confirmation que le corps de réglementations européennes en matière d'assurances ne gomme pas les particularités nationales. De même que les structures de financement (caractérisées par les taux d'intermédiation et de désintermédiation, les parts de financement à court terme et à long terme, la proportion de financements à taux variables…) demeurent très hétérogènes, comme l'ont montré les travaux menés à la BCE, malgré le marché unique (pour l'UE) et la monnaie unique (pour la zone euro), de même les structures de placement des entreprises d'assurances restent fort disparates dans le marché unique. Il n'y a pas de réelle convergence en la matière. Ce qui n'est ni bien ni mal, mais un fait avec lequel il faut compter. Quoi qu'il en soit, l'intégration croissante des systèmes financiers et des marchés financiers en Europe ainsi que l'essor des restructurations transfrontalières dans l'assurance comme dans la banque devraient, à terme, réduire un peu les écarts constatés sans déboucher rapidement sur une forte convergence.

Que penser de la configuration observée ?

De même que Keynes a introduit la préférence pour la liquidité pour interpréter l'aversion des investisseurs individuels vis-à-vis des risques en capital, de même peut-on parler de préférence pour la sécurité pour traduire l'appétit des sociétés d'assurances pour les titres à revenus fixes. Sécurité surtout lorsque le risque de crédit sur ces titres est nul ou faible et que les obligations sont gardées jusqu'à leur échéance, faisant des plus ou moins-values en capital (dues respectivement au recul ou à l'augmentation des taux d'intérêt) une virtualité plus qu'une réalité. Dans le monde actuel, cette préférence pour la sécurité va bien au-delà des frontières de l'Hexagone. Ainsi, Alan Greenspan n'a pas manqué d'expliquer le bas niveau des taux longs dans le monde depuis 2003 – un phénomène qui se dissipe un peu depuis le début de 2006 – par l'abondance des liquidités mais aussi par la

forte demande d'un certain nombre d'investisseurs institutionnels (sociétés d'assurances, caisses de retraite…) pour des produits obligataires.

La part des obligations dans les placements des entreprises d'assurances (vie et non-vie) en France, plutôt que la cause même, est sans doute la conséquence de tout un ensemble de facteurs difficiles à pondérer avec précision : la structure du financement de l'économie française en général, l'importance des déficits publics (et de la dette publique) qui viennent nourrir le marché primaire et le marché secondaire des obligations, la réticence déjà rappelée des entreprises à ouvrir leur capital et donc à émettre des actions, mais aussi des arguments plus micro-économiques comme le comportement de congruence de leurs bilans et de gestion de leurs risques par les sociétés d'assurances, ou l'option offerte aux clients par des facilités de rachats mais aussi les taux garantis, tous dispositifs plaçant forcément ces sociétés sous pression et réduisant de fait leur horizon de prévision et de gestion.

Je crois aussi à la force des vases communicants. Acheter des obligations privées, c'est pour les sociétés d'assurances participer également au financement de l'économie. Souscrire à des OAT et autres titres publics, c'est pour elles contribuer au financement d'un déficit public qui, de toute façon, *ex post* est toujours couvert, et permettre à d'autres investisseurs d'investir dans d'autres supports (par exemple dans des actions). L'optique de l'équilibre très partiel importe donc moins que celle de l'équilibre ou du déséquilibre général.

Une dynamique à l'œuvre

L'évolution spontanée et la façon de l'accélérer

Même si le mouvement est lent, la dynamique est lancée avec, pour les sociétés d'assurances, un attrait accru pour les obligations privées, l'investissement en actions et en titres de PME. L'introduction d'instruments financiers à long terme destinés à compléter les retraites, qui sont des substituts imparfaits à des fonds de pension renvoyés dans le contexte français, à part quelques exceptions qui confirment la règle, aux calendes grecques, devrait inciter les investisseurs institutionnels à allonger leur propre horizon de gestion financière, donc à accueillir plus favorablement les actions dont la rentabilité domine toutes les autres classes d'actifs sur des horizons d'au moins dix/quinze ans. Le Perp est trop récent pour tester l'hypothèse précédente, mais il devrait fournir ici un champ d'expérience intéressant.

Les pouvoirs publics doivent aussi, dans le respect des règles prudentielles et des règles comptables qui, les unes et les autres, fournissent pas mal de marges de manœuvre, inciter à plus de placements en actions. La compétence en la matière ne relève pas de Bruxelles mais de chaque pays-membre. En France, il est urgent d'étendre les incitations fiscales en faveur des placements à risque. Certes, le dispositif a été élargi avec les avantages fiscaux pour l'épargne investie en FCPR, FCPI, FIP, etc. Il reste quand même à creuser un peu plus les écarts de rendements après impôts et à renforcer les « carottes » fiscales associées à l'investissement en actions, pour les investisseurs institutionnels comme pour les investisseurs individuels.

Les sociétés d'assurances et le capital-investissement

En 2003, les assureurs relevant de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) investissaient environ 1,4 % de leurs actifs dans des actions non cotées (*private equity*), soit 14 milliards d'euros. À la suite d'une requête des plus hautes autorités de ce pays, la profession s'est engagée à passer à 2 % en 2007, soit un encours de 20 milliards d'euros et donc 6 milliards d'efforts supplémentaires. Il y a visiblement un peu de retard à l'allumage… Que penser de l'objectif fixé et du retard constaté ?

D'abord, l'objectif est aisément consensuel. En France, le rythme de créations d'entreprises s'est bien accéléré (environ 220 000 en 2005). Nous disposons des grandes firmes multinationales indispensables pour la compétitivité externe, mais nos petites entreprises, pour des tas de raisons, ont des difficultés à devenir moyennes. C'est pourtant sur cette tranche d'entreprises moyennes que se jouent, en grande part, les performances de croissance et d'emploi, l'attractivité et la compétitivité du pays. Dynamiser le financement du non-coté est nécessaire, mais pas suffisant.

Ensuite, cet objectif pour les assureurs ne peut être isolé de l'évolution générale du capital-investissement. D'après les chiffres de l'Afic (Association française des investisseurs en capital), le *private equity* a levé un peu plus de 8 milliards d'euros en 2005, ce qui place la France en tête dans l'Europe continentale (donc hors Royaume-Uni). Nous sommes cependant exposés à deux défis liés. Premièrement, près de 80 % de ce montant concerne les LBO. Il ne s'agit pas de brimer le financement LBO, mais de promouvoir les deux étapes antérieures dans la vie des entreprises que sont le capital-risque et le capital-développement. Deuxièmement, les financements LBO ont, depuis deux/trois ans, beaucoup profité du bas niveau des taux d'intérêt. Il va leur falloir « digérer » et s'ajuster à la configuration inverse, avec des taux courts qui n'ont pas fini de monter et des taux longs qui ont déjà commencé à se redresser. Les TRI de 20 à 25 % enregistrés dans l'activité LBO ne sont pas tenables longtemps.

Pour ces raisons, et quelques autres, l'implication des assureurs dans le *private equity* doit avant tout concerner le capital-risque et le capital-développement, et pas la transmission d'entreprises. Il va leur falloir pour eux-mêmes comme pour leurs clients gérer pour le mieux, ici comme ailleurs, le couple rendement/risque.

Autre défi, il faudrait un peu plus de convergence sur la réalisation de l'objectif affiché de la part de l'ensemble des opérateurs de l'assurance, mutualistes ou non.

Enfin, les règles prudentielles et les règles comptables doivent être, sans tarder, adaptées à l'objectif affiché. L'implication accrue des assureurs dans le *private equity*, dans les limites indiquées, ne pose pas de réel risque systémique. Mais elle nécessite de bien évaluer les risques de crédit et les risques de marché susceptibles d'en découler.

Les assurances et « Solvabilité 2 »

Le cycle de la réglementation prudentielle est, dans l'assurance, décalé d'environ trois ans par rapport à la banque. C'est en tout cas le délai moyen qui va séparer l'entrée en vigueur de Bâle 2 et celle de Solvabilité 2. Cela représente pour l'assurance à la fois une chance et un défi. Une chance, car le secteur de l'assurance va bénéficier sur beaucoup de sujets des consultations menées à Bâle et des débats qui ont conduit à améliorer le projet initial. La distinction des trois piliers – le ratio de solvabilité, la supervision et la « discipline de marché » – concerne l'ensemble des intermédiaires financiers, l'assurance comme la banque. Un défi aussi car, compte-tenu de la nature des emplois et ressources, la maîtrise des risques et la gestion actif/passif ne relèvent pas tout à fait de la même approche dans les deux secteurs. Cela vaut à la fois pour les risques individuels (risques de crédit, risques de marché, risques opérationnels) et pour la problématique des risques systémiques, et montre les limites d'une démarche qui abuserait du raisonnement par analogie.

Puisqu'il reste un peu de temps pour amender Solvabilité 2 et finaliser la directive européenne en découlant pour le marché unique, il faudrait en profiter pour renforcer une évolution déjà amorcée : dans le respect de la protection des assurés et de la bonne santé du système financier, aider à orienter une proportion accrue de l'épargne collectée par les assureurs vers le financement des investissements productifs, de la recherche et de l'innovation… donc de la croissance et de l'emploi.

Notes

1. *Président du Conseil d'analyse économique. Directeur scientifique, CCI de Paris.*

Les assureurs financent les entreprises

Pascal Bied-Charreton

Directeur des Études, des statistiques et des systèmes d'information, FFSA

Avec plus de 1 250 milliards d'actifs gérés à la fin de l'année 2005, les sociétés d'assurances sont les premiers investisseurs institutionnels français. Longtemps principaux détenteurs de la dette de l'État, les assureurs français sont réputés gestionnaires prudents et peu aventureux. Au-delà du fait que cette sécurité vise précisément à répondre à l'attente de leurs clients, l'examen approfondi des encours détenus par les sociétés dément cette idée. Majoritairement investis en obligations, du fait de leurs engagements vis-à-vis des assurés, les assureurs français n'en sont pas moins les premiers financeurs des entreprises, la moitié de leurs encours y étant investis.

Avant de présenter les principaux chiffres, il convient de rappeler que le métier de l'assureur n'est pas la gestion d'actifs. Celle-ci n'est qu'une conséquence de son activité première : la couverture du risque. Qu'il s'agisse d'assurance vie ou d'assurance de dommages, la cotisation destinée à assurer la prestation promise est appelée soit à la conclusion du contrat, soit ensuite de manière échelonnée, mais toujours avant la réalisation du risque. L'assureur se trouve donc disposer de la trésorerie correspondante, représentant les engagements de couverture des risques futurs. Toutefois, la gestion que peut faire l'assureur de cette trésorerie est significativement contrainte.

En assurance vie, l'assureur s'engage à restituer à l'assuré à la fois le capital placé et l'essentiel des revenus. Ceux-ci lui sont en effet promis, soit sous forme de taux garanti, soit sous forme de participation aux bénéfices, avec un minimum obligatoire de 85 % des résultats financiers. En assurance de dommages, cette gestion est moins contrainte mais l'assureur reste dépendant, pour l'optimisation de sa gestion financière, à la fois du cadencement des cotisations qu'il encaisse et de celui de la survenance et du règlement des sinistres, déterminant le rythme et le montant de ses sorties de fonds. Bien entendu, selon les activités, celles-ci sont plus ou moins prévisibles et pourront lui permettre selon les cas des investissements à long terme, avec une contrainte de liquidité moins importante.

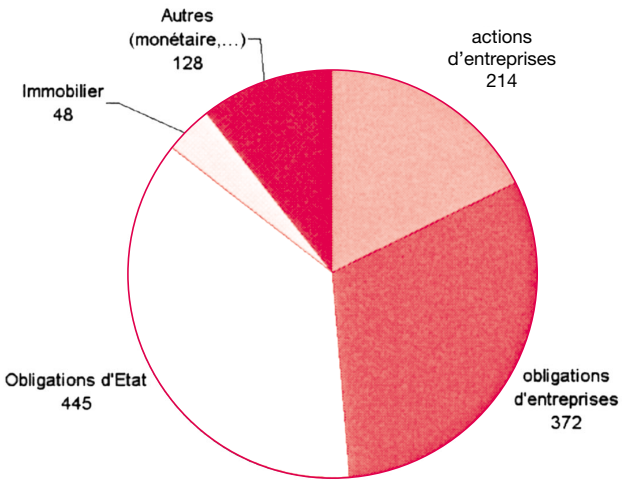
L'assureur doit donc investir ses fonds avec un double objectif de performance et de sécurité et le souci d'adosser correctement ces actifs aux engagements pris au passif. Dès lors, ce placement s'avère une subtile combinaison des différentes catégories de titres disponibles.

Traditionnellement, l'assureur détient beaucoup d'obligations. Celles-ci, certes, sont en général moins rémunératrices que les actions mais elles ont l'avantage de comporter une garantie de remboursement du capital, ce qui contribue à sécuriser le placement. Toutefois, si de longue date les assureurs étaient parmi les principaux

acheteurs de la dette de l'État, les chiffres présentés ici montrent que cette situation a significativement évolué.

La part des actions et des obligations émises par les entreprises représente aujourd'hui la moitié des encours des placements des sociétés d'assurances françaises. Ce sont ainsi près de 600 milliards d'euros qui contribuent directement au financement de l'économie productive. La part des obligations d'État, elle, est aujourd'hui limitée à 37 % en recul significatif.

Les actifs des assureurs



Encours en valeur de marché des sociétés vie, mixtes et non-vie à fin juin 2005

(en milliards d'euros)

	Sociétés Vie		Sociétés Dommages		Total	
	Encours (Md€)	Répartition (%)	Encours (Md€)	Répartition (%)	Encours (Md€)	Répartition (%)
actions françaises	100	10	33	23	133	11
obligations d'entreprises françaises	139	13	10	7	149	12
Titres d'entreprises françaises	**239**	**23**	**43**	**30**	**282**	**23**
actions étrangères	65	6	16	11	81	7
obligations d'entreprises étrangères	208	20	15	10	223	18
Titres d'entreprises étrangères	**273**	**26**	**31**	**21**	**304**	**25**
obligations d'Etat français	217	20	21	15	238	20
obligations d'Etats étrangers	189	18	18	12	207	17
Obligations d'Etat	**406**	**38**	**39**	**27**	**445**	**37**
Immobilier	**35**	**3**	**13**	**9**	**48**	**4**
Autres	**110**	**10**	**18**	**13**	**128**	**11**
Total des actifs	**1 063**	**100%**	**144**	**100%**	**1 207**	**100%**

Source : estimation FFSA à partir de données CCAMIP/FFSA/AFG

Il faut noter que les chiffres présentés ici diffèrent sensiblement des chiffres généralement publiés et constituent une évidente nouveauté par leur réel contenu économique. Il a en effet été fait le choix de sortir des catégories comptables habituelles, notamment parce qu'elles agrègent les actions et les parts d'OPCVM quels que soient les titres dans lesquels ceux-ci sont investis. Ici, nous avons procédé « en transparence », les investissements en OPCVM étant répartis entre les catégories de titres dans lesquelles ils sont effectivement investis. Les chiffres affichés représentent donc la réelle exposition des bilans des assureurs français aux différents types de placement.

La forte progression des investissements des assureurs en obligations émises par des entreprises s'explique principalement par la baisse des taux longs. Celle-ci a eu deux effets qui se sont combinés contribuant à l'offre comme à la demande. Côté offre, les entreprises ont vu dans cette baisse l'opportunité de chercher des financements longs et peu coûteux. Le volume des émissions obligataires des entreprises a ainsi fortement progressé. Cette offre a rencontré une demande, elle aussi expliquée par la baisse des taux obligataires : désireux de limiter la baisse du rendement de leurs portefeuilles, les assureurs ont en effet été au devant de titres apportant un rendement supplémentaire, l'écart de rémunération (« *spread* ») servi par l'émetteur « *corporate* » par rapport à l'émetteur public.

L'autre élément majeur ayant contribué à l'évolution des placements des assureurs est la forte progression des produits d'assurance vie en unités de comptes. En effet, les encours des OPCVM représentant les engagements de ces contrats sont investis en actions à hauteur de 45 %, contre 10 % d'actions seulement dans les fonds généraux des contrats d'assurance vie « en euros ».

Au cours des années récentes, l'évolution des unités de comptes a toujours été fortement corrélée à l'évolution du marché action. Après des progressions très importantes à la fin des années quatre-vingt-dix, et une année 2000 « record » avec 40 % des flux investis en unités de comptes, les années 2001 et 2002 avaient marqué un net recul. Depuis la mi-2003, les ménages reviennent à ce type de placements. Au-delà de la bonne tenue retrouvée du marché action, c'est, là aussi, la baisse des taux longs – et donc la baisse régulière des rendements offerts par les contrats « euros » – qui a amené les entreprises d'assurances à remettre l'accent sur leurs offres multisupports. Nombre d'assurés disposent maintenant de contrats investis partiellement en unités de comptes. De ce fait, pour l'année 2005, ce sont 23 % des montants investis, soit 27 milliards d'euros, qui ont été placés ainsi en progression de 48 % par rapport à 2004. Les premiers chiffres publiés sur 2006 montrent de nouvelles progressions.

De plus, la mesure prise l'an dernier dans le cadre de la loi « Breton », permettant la transformation des contrats en euros en contrats multisupports (« amendement Fourgous »), va avoir pour conséquence un flux supplémentaire d'investissements. En effet, les détenteurs de contrats d'assurance vie investis « en euros » pourront sans impact fiscal négatif convertir en tout ou partie leurs anciens contrats en contrats multisupports. Ces contrats devront comporter au moins 20 % d'unités de comptes. Cette faculté de transformation des contrats anciens n'est pas limitée dans le temps et devrait significativement accroître le flux de placements en titres d'entreprises.

Dans la catégorie spécifique des actions non cotées, il faut rappeler que, en septembre 2004, les assureurs se sont engagés à augmenter très sensiblement leurs investissements en titres de « PME à fort potentiel de croissance ». Si cette catégorie de titres n'existe pas en tant que telle, une statistique a été élaborée regroupant les placements des assureurs en titres non cotés et FCPR.

Les premiers chiffres montrent une forte montée en charge des assureurs. Pour un engagement total de 6 milliards d'euros sur la période 2004-2007, au 31 décembre 2005, les flux investis s'élevaient déjà à 1,1 milliard d'euros au titre de 2004 et 2,2 milliards au titre de 2005, flux auxquels il convient d'ajouter des engagements supplémentaires de 1,5 milliard d'euros représentant des opérations d'investissement en FCPR sur lesquels les sociétés se sont engagées mais dont les fonds n'ont pas encore été appelés. Si cette classe d'actifs ne représente à ce jour que 1,2 % des encours des assureurs, les montants concernés, 14,3 milliards d'euros en « stock », sont extrêmement importants s'agissant d'un marché aussi étroit.

La composition des actifs des assureurs est en forte évolution. Plus d'actions, plus de titres de PME, plus

d'obligations « *corporate* », leur poids dans l'économie productive prend une ampleur nouvelle.

Pour l'avenir, la montée en puissance des produits destinés à préparer la retraite devrait contribuer également à augmenter encore le flux de placements en titres d'entreprises. Qu'ils soient individuels, comme le Plan d'épargne retraite populaire (Perp), ou collectifs, souscrits dans le cadre professionnel, ces produits constitueront durablement l'un des segments les plus actifs du marché. Or, par nature, ces contrats sont destinés à couvrir des engagements de très long terme. De plus, contrairement aux contrats « classiques », ils ne comportent pas de faculté de rachat à tout moment, ce qui permet à l'assureur d'avoir une meilleure visibilité sur son horizon de placements. Ces deux caractéristiques amèneront logiquement les gestionnaires d'actifs à prendre des positions plus longues et plus risquées, le plus souvent favorables aux actions.

Le cas des placements en actions

Daniel Zajdenweber

Professeur à l'université Paris-X Nanterre

Membre de l'UMR EconomiX

La part des actions dans les portefeuilles de placement des sociétés d'assurances membres de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) atteint à peine 30 % dans le cas des assurances de dommages et un peu moins de 25 % dans le cas des assurances vie. Pourtant, il est notoire que, dans le long terme, les placements en actions sont sensiblement plus rentables que tous les autres placements – obligations et immobilier – et qu'ils protègent mieux de l'inflation que les obligations. L'article montre comment la volatilité des actions, combinée à la réglementation prudentielle encore en cours, conduit les assureurs à sous-pondérer les actions dans leurs portefeuilles. L'article expose enfin que le passage prochain aux normes Solvabilité II risque de réduire fortement les placements en actions.

Entre 1995 et 2004, l'encours des placements en valeur de marché des sociétés d'assurances françaises a connu une très forte croissance : 11 % par an [1]. Au cours de la même période, les structures de ces placements ont évolué de façon différente dans la branche dommages et dans la branche vie. C'est ainsi qu'en assurance vie, la part des obligations dans les portefeuilles a très peu fluctué – de 70,6 % en 1995 à 69,8 % en 2004 avec un minimum à 65,1 % en 2000 – alors qu'elle a toujours augmenté en assurance de dommages – de 44,5 % en 1995 à 54,7 % en 2004. En revanche, malgré les très fortes fluctuations des bourses entre 1997 et 2003 [2], la part des actions en assurance vie a presque doublé, elle est passée de 12,8 % en 1995 à 23,6 % en 2004, alors que cette part est restée quasi stable en assurance de dommages : 29,1 % en 2004 contre 29,9 % en 1995, avec un maximum égal à 31,3 % en 1999 et un minimum égal à 27,7 % en 1997. Dans les deux branches, c'est l'immobilier qui a régulièrement décru. Sa part a été divisée par deux entre 1995 et 2004. Cette année-là, toutefois, la part de l'immobilier dans les placements des sociétés d'assurance de dommages est restée significativement plus importante (7,9 %) qu'en assurance-vie(3,1 %).

La comparaison des structures des placements montre une certaine convergence entre les sociétés d'assurance vie et les sociétés d'assurance de dommages, notamment en ce qui concerne la part des actions qui reste plus importante en assurance de dommages. Cette évolution appelle plusieurs questions. Pourquoi la part des actions est-elle plus importante en assurance de dommages qu'en assurance vie ? Pourquoi la part des actions reste-t-elle très inférieure à celle des obligations, tant en assurance vie qu'en assurance de dommages, alors que toutes les études historiques [3], en Europe comme aux États-Unis, montrent que la rentabilité actuarielle à long terme réelle (corrigée de l'inflation) depuis 1950 d'un placement en actions diversifiées est beaucoup plus élevée qu'un placement en obligations : environ 7 % pour les actions aux États-Unis et 6,5 % en France au cours de la même période, contre un peu plus de 1 % aux États-Unis et environ 4 % en France pour les

obligations ? Enfin, la mise en application prochaine des normes *Solvabilité II* peut-elle modifier cette composition ? Si oui, va-t-elle favoriser les placements en actions ou les décourager ?

La réponse à la première question, fournie par les professionnels de l'assurance, est que les sociétés d'assurance de dommages gèrent les placements de leurs provisions comme leurs capitaux propres. En effet, les ratios combinés fluctuent autour de 100 % en moyenne, ils signifient donc que les cotisations encaissées égalent à peu près les charges des indemnisations. Les provisions servent donc essentiellement de coussin de sécurité en cas de détérioration de la sinistralité [4]. N'ayant ni la contrainte d'avoir à faire face aux rachats des assurés comme en assurance vie, ni la contrainte de garantir un taux technique de rentabilité aux assurés vie, les assureurs de dommages peuvent faire face à l'inflation, qui augmente tendanciellement les montants des indemnisations, en investissant dans les actions et dans une moindre mesure dans l'immobilier. Ces deux placements, en effet, évoluent en moyenne et dans le long terme comme l'inflation, ce qui n'est pas le cas des placements obligataires, fortement affectés par l'inflation.

Dans l'assurance vie, la nature des contrats et le rôle majeur des provisions ont des conséquences différentes quant à la part des actions dans les portefeuilles de placements. Devant faire face à l'option de rachat des assurés, même lorsque ceux-ci perdent de ce fait certains avantages fiscaux, et devant garantir un taux minimum de rémunération contractuel, les assureurs doivent sécuriser leurs placements. La recherche de la rentabilité la moins volatile possible devient l'objectif prépondérant. La contrainte réglementaire sur les capitaux propres renforce cette recherche de la stabilité. Ces capitaux propres doivent représenter au moins 4 % des provisions dans le cas des contrats en euros et 1 % dans le cas des contrats en unités de compte (UC). Or, en France en 2004, la valeur totale de ces provisions était égale à 8,5 fois la valeur des capitaux propres (y compris les plus-values latentes). En raison de l'effet de levier de la dette, une diminution de la valeur des placements s'imputant sur les capitaux propres, même sans être importante, peut donc avoir pour conséquence une difficulté – si ce n'est une impossibilité – à satisfaire les règles de solvabilité.

Facteur aggravant, en cas de baisse de la valeur globale de leurs placements en actions, donc en cas de baisse des marchés boursiers, les assureurs doivent provisionner la baisse et ainsi diminuer leurs capitaux propres, alors que la réglementation actuelle, qui sera modifiée avec le passage à *Solvabilité II*, n'oblige pas les assureurs à provisionner les moins-values latentes sur les actifs amortissables (obligations, titres de créances négociables, titres participatifs) puisque ces titres sont amortis à leur valeur nominale. L'impact des fluctuations de la valeur des placements est certes atténué par le jeu de différentes provisions (provision pour dépréciation durable, provision pour risque d'exigibilité, provision pour aléa financier) et de leur reprise ; il n'en demeure pas moins que le risque des placements en actions est plus fortement pénalisé par la réglementation actuelle que le risque sur les placements en obligations.

La simple comparaison des couples « risque-rentabilité » des actions et des obligations apporte une première explication rationnelle à la prépondérance du placement obligataire dans les actifs des sociétés d'assurances. Depuis 1950, en France, la volatilité annuelle des placements en actions cotées à la bourse de Paris, s'est élevée à 24,02 % contre 6,32 % seulement pour les obligations [5]. Le différentiel de rentabilité (6,5 – 4 = 2,5 %) en faveur du placement en actions n'était vraisemblablement pas suffisant pour compenser l'important différentiel de volatilité en faveur du placement en obligations [6].

Mais pour un assureur vie, la volatilité annuelle est une mesure incomplète du risque financier. Ses engagements sont à duration longue, jusqu'à plus de 40 années dans le cas de certains contrats de constitution de retraite. Il faut disposer d'une autre mesure qui intègre la longue durée car, s'il est important de ne pas risquer une insolvabilité au cours de la durée du contrat, il est tout aussi important de pouvoir respecter ses engagements à son échéance.

L'analyse à long terme des rentabilités des portefeuilles diversifiés d'actions, pour des durées de placement allant d'un an à trente ans, est à cet égard révélatrice du risque financier supporté par les assureurs vie. Le tableau ci-dessous reprend les données actuarielles établies, respectivement, pour la France entre 1950 et 1992 par G. Gallais-Hamonno et P. Arbulu et, pour les États-Unis,

par B. Malkiel d'après Ibbotson Associates pour la période 1950-1997 et par J. Siegel pour la période 1802-1997. Chaque ligne correspond à une durée de placement. En colonne, pour chacune des trois sources de données, on trouve dans l'ordre : la meilleure rentabilité actuarielle [7], la plus mauvaise rentabilité actuarielle et la moins-value (ou plus-value) correspondant à cette plus mauvaise rentabilité. La meilleure rentabilité en France comme la plus mauvaise ont été calculées par une technique de *bootstrap*. Elle consiste à recalculer autant de taux de rentabilité qu'il y a de combinaisons possibles d'achats et de ventes d'actions, depuis 1950 jusqu'à 1992, tout en respectant la durée figurant en ligne. Il y a donc un très grand nombre de placements à un an (505 si on ne prend que des données mensuelles entre 1950 et 1992 comme l'on fait G. Gallais-Hamonno et P. Arbulu). En revanche, il y a beaucoup moins de placements possibles à 30 ans (157, toujours avec des données mensuelles et avec les mêmes auteurs). Ne figurent dans le tableau que les deux résultats extrêmes. Toutes les autres rentabilités sont comprises entre ces deux valeurs extrêmes. La mise à jour de ces données jusqu'à aujourd'hui (mars 2006) n'apporte pas de changements dans ces valeurs extrêmes, sauf pour les placements à un an en France où la plus mauvaise rentabilité observée, correspondant au dégonflement de la bulle Internet entre 2002 et 2003, s'élève à – 41 %, au lieu de – 39,6 %, figurant dans l'article originel. Les données américaines, compilées par Ibbotson Associates n'ont semble-t-il pas été calculées par un *bootstrap*, mais celles établies par J. Siegel l'ont été selon une technique semblable. Nos propres calculs prolongeant l'historique jusqu'à 2006 n'apportent pas de changements aux valeurs extrêmes des rentabilités aux États-Unis.

Le tableau montre donc le pire qu'un assureur vie puisse subir selon son horizon d'investissement. Il montre aussi combien il faut d'années pour que la capitalisation des dividendes puisse compenser les plus grandes moins-values potentielles. Dit autrement, ce tableau montre combien il faut d'années pour être sûr de ne pas perdre en bourse, c'est-à-dire pour retrouver la valeur (en monnaie constante) de son investissement de départ.

Il s'agit évidemment d'une mesure très prudente, puisqu'elle ne tient pas compte des périodes fastes et qu'elle met en exergue le pire, qui n'est pas le plus probable, mais qui s'est réalisé au moins une fois au cours de chacune des durées d'investissement étudiées dans les deux pays. Les données sont en pourcentages. Elles ont été calculées en capitalisant l'investissement au taux actuariel le plus mauvais.

Analyse à long terme des rentabilités des portefeuilles diversifiés d'actions

Nombre d'années	France 1950-2006 (en %)			Etats-Unis 1950-2006 (en %)			Etats-Unis 1802-2006 (en %)		
	maxi	mini	finales	maxi	mini	finales	maxi	mini	finales
1	79,9	- 41	**- 41**	48,6	- 30,5	**- 30,5**	66,6	- 38,6	**- 38,6**
5	34,6	- 11,7	**- 46,3**	19,2	- 6,4	**- 28,1**	26,7	- 11	**- 44,1**
10	19,7	- 3,4	**- 29,2**	15,4	- 2,8	**- 24,7**	16,9	- 4,1	**- 34,2**
15	13,8	- 4,9	**- 52,9**	13,5	0,3	**4,6**	n.d.	n.d.	**n.d.**
20	8,7	- 2,6	**- 41**	12,7	1,5	**34,7**	12,6	1	**22**
25	7,3	- 0,7	**- 16**	9,1	3,1	**145**	n.d.	n.d.	**n.d.**
30	5,9	3,2	**57,3**	n.d.	n.d.	**n.d.**	10,6	2,6	**159,8**

Ce tableau montre tout d'abord combien la volatilité annuelle mesurée par l'écart-type ne suffit pas à caractériser le risque à long terme d'un assureur vie. Les pires *scenarii,* correspondant aux périodes de baisses durables des indices boursiers (en monnaie constante) en France comme aux États-Unis, conduisent à des moins-values beaucoup plus grandes qu'un écart-type [8]. Si la société d'assurances est trop investie en actions, ces pires *scenarii* peuvent conduire à l'insolvabilité, à moins de disposer de capitaux propres très largement excédentaires par rapport aux normes réglementaires. Quant à la possibilité d'atténuer les effets de baisses durables par les provisions constituées

au cours des périodes de plus-values, elle reste subordonnée, d'une part, aux réglementations prudentielles et fiscales qui les autorisent et, d'autre part, à des périodes de retour vers des plus-values qui ne soient pas trop longues.

Or, ces périodes sont parfois très longues. Ceux qui ont investi dans le portefeuille du Dow Jones au début de 1966 ont dû attendre près de 25 ans avant de retrouver un niveau d'indice équivalent, en dollar constant. Ceux qui ont investi en actions du Cac 40 à la fin de l'an 2000, n'ont toujours pas retrouvé le niveau record de cet indice (7 000 en séance en septembre 2000). Pour retrouver son record de l'an 2000, le Cac 40 devrait atteindre 7 700, puisqu'il y a eu environ 10 % d'inflation entre l'an 2000 et la fin de 2005.

Le tableau met aussi en évidence la longueur de la durée d'investissement en actions nécessaire pour être sûr de ne pas subir de moins-values, tout en capitalisant les dividendes : environ quinze ans aux États-Unis, plus de vingt-cinq en France. On comprend donc pourquoi les sociétés d'assurance vie sont restées très prudentes quant à l'importance de leurs placements en actions.

La généralisation des contrats en unités de compte, facilitée par l'amendement Fourgous de juillet 2005 autorisant les transferts des contrats en euro vers les contrats en UC, sans perte de l'antériorité fiscale, va modifier (et modifie déjà) les politiques d'investissement des assureurs vie. Ces contrats en UC libèrent des capitaux propres et desserrent la contrainte de la valeur de rachat. Il est donc fort probable que la part des actions va augmenter, comme elle l'a déjà fait ces dernières années, pour se rapprocher de 33 %, peut-être un peu plus. Le financement des entreprises par émission d'actions devrait donc s'en trouver facilité. À l'inverse, le passage aux normes *Solvabilité II* risque de ne pas faciliter ce financement. En effet, l'obligation d'évaluer tous les postes de l'actif et du passif à leur *fair value*, y compris les obligations, couplée à l'impossibilité d'utiliser le jeu des provisions d'égalisation pour lisser les résultats, va impacter les capitaux propres chaque année, voire chaque trimestre. Les assureurs vie seront donc en grande difficulté en cas de hausses des taux d'intérêt longs qui diminuent la valeur des placements obligataires, surtout si ces hausses des taux entraînent des baisses des cours des actions. À moins de n'avoir que des contrats en UC dépourvus de garanties planchers, pour lesquels l'assuré supporte tous les risques financiers, l'ampleur des fluctuations et surtout leur durée risquent d'entamer fortement les capitaux propres des entreprises d'assurance vie. D'où un risque non négligeable de voir ces entreprises d'assurance vie se détourner des actions comme des obligations pour privilégier les placements à duration courte, essentiellement des placements monétaires. Le financement des entreprises risque donc de pâtir de ce changement de norme de solvabilité.

Ce changement de norme va également affecter les placements des assureurs de dommages. Les fluctuations des cours des obligations, des actions et de la valeur de marché des placements immobiliers vont se répercuter immédiatement sur les capitaux propres des sociétés alors que, jusqu'à présent, elles pouvaient lisser ces fluctuations par le jeu des provisions d'égalisation et par la valorisation des actifs immobiliers à leur valeur d'acquisition. Or, il n'est nullement nécessaire d'être mathématicien pour savoir qu'il y a une différence importante entre satisfaire une norme en moyenne sur une période de quelques années et la satisfaire chaque année, quand ce n'est pas chaque trimestre. Le niveau des capitaux propres nécessaires pour satisfaire la norme *Solvabilité II* risque d'être rehaussé, sauf à rechercher les placements les moins volatils, comme dans le cas de l'assurance vie ; ce qui revient à pénaliser les placements en actions.
Sans possibilité de lissage par le jeu des provisions d'égalisation, les variations du passif des sociétés d'assurance de dommages vont aussi avoir un impact plus fort sur les capitaux propres. Comme le montre l'exemple des sinistres industriels, analysé dans un précédent numéro de la revue [9], pour faire face chaque année aux fluctuations de la sinistralité, sans lissage sur plusieurs exercices comptables, le montant des capitaux propres réglementaires devra augmenter dans des proportions importantes. Le pire qui puisse se produire est la conjonction d'une sinistralité aggravée et d'une baisse de la valeur des actifs causée par une crise financière ou immobilière. Il n'est pas sûr que le montant actuel des capitaux propres, y compris les plus-values latentes, qui représentait en 2004 près de six fois le montant minimal exigé par les normes actuelles, puisse suffire à faire face dans le même exercice comptable à cette conjonction de

la sinistralité aggravée et de la crise financière. La menace d'une crise systémique risquerait de ne plus être un simple scénario improbable, sauf à augmenter fortement les cotisations d'assurance dommages, ce qui contribuerait à dégrader un peu plus le contexte macroéconomique.

Conclusion

La réglementation des sociétés d'assurances a pour but de protéger l'assuré contre le risque d'insolvabilité de son assureur. Elle définit et garantit donc un statut de créancier privilégié, dont le privilège repose sur des exigences de capitaux propres et des règles comptables particulières, que le Code des assurances et la jurisprudence ont affiné et complété.

Cette réglementation protectrice a eu pour conséquence une très grande prudence des assureurs quant aux placements en actions de leurs réserves mathématiques, prudence qui allait toutefois en s'atténuant avec la possibilité d'offrir des contrats en unités de compte, sensiblement moins protecteurs pour l'assuré. Le passage aux normes *Solvabilité II* risque de tout remettre en cause. Parce qu'elles reflètent plus le souci d'information aux actionnaires sur la juste valeur de leur investissement, ces normes vont augmenter la volatilité des résultats. En conséquence, la part du plus volatil des placements dans les actifs des assureurs, les actions, risque d'être fortement diminuée. Même les placements en obligations à duration longue risquent de faire place aux placements monétaires ou du moins aux titres à duration courte, sauf à généraliser les marchés et les techniques de couverture des risques de taux, coûteux pour ceux qui cherchent à se couvrir. L'industrie de l'assurance risque donc de n'avoir plus qu'un rôle modeste dans le financement de l'économie, privant ainsi les entreprises des capitaux à long terme dont elles ont besoin pour financer leurs propres investissements. Ce scénario est pessimiste, il faut le reconnaître. Il n'est pas exclu que la « créativité » comptable l'atténue en mettant en place des règles d'évaluations souples, suppléant la disparition des provisions d'égalisation. Mais nul ne peut préjuger aujourd'hui de l'évolution des normes *Solvabilité II* attendues dans un futur proche.

Notes

1. *Source : rapports annuels de la FFSA.*

2. *L'indice Cac 40 a plus que doublé entre septembre 1997 (3 000) et septembre 2000 (presque 7 000) pour retomber à moins de 3 000 en mars 2003, tandis que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles valait 6 442 au début 1'année 1997 pour culminer à 11 722 en janvier 2000 et retomber à 7 286 en octobre 2002.*

3. *Les données utilisées dans cet article proviennent de Ibbotson Associates [2003], Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook. Chicago : Ibbotson Associates ; Jeremy J. Siegel [2002], Stocks for the Long Run : The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies. 3e édition, New York, Mac Graw-Hill ; Burton G. Malkiel [1999] : A Random Walk Down Wall Street. New York, WW.Norton & Company ; Georges Gallais-Hamonno et Pedro Arbulu [1995] : La Rentabilité Réelle des Actifs Boursiers. Économie et statistiques, n° 281. Les données postérieures aux années 1995 pour les États-Unis et 1992 pour la France ont été ajoutées et analysées par l'auteur. L'ajout de la période contemporaine ne modifie pas les tendances à long terme observées, tant sur la rentabilité que sur la volatilité des indices boursiers.*

4. *En France, ces fonds propres doivent être égaux à 16 % des cotisations ou à 23 % du montant moyen des sinistres des trois derniers exercices, si celui-ci est plus élevé. Ces fonds propres sont donc indexés sur le chiffre d'affaires.*

5. *D'après G.Gallais-Hamonno et P. Arbulu [1995], op.cit. La relative bonne rentabilité, corrigée de l'inflation, des placements en obligations françaises, pour l'essentiel des obligations d'État, est à mettre au crédit de la politique financière de l'État français. Tout au long du demi-siècle qui a suivi la Seconde Guerre mondiale il a protégé son propre crédit et a évité à ses créanciers un retour de l'« euthanasie des rentiers » qui caractérisa la Première Guerre mondiale et son après-guerre. Le cas de l'emprunt indexé sur l'or, dit « emprunt Giscard » est à mettre à part puisqu'il est vraisemblablement le seul exemple contemporain d'un enrichissement global des souscripteurs, au détriment de l'emprunteur, à cause de la forte hausse non anticipée et non couverte des cours de l'or.*

6. *Alors qu'à l'inverse aux États-Unis, au cours de la même période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, l'écart de volatilité entre actions et obligations a été beaucoup moins sensible qu'en France (18 - 11,3 = 6,7 %) tandis que l'écart de rentabilité correspondant a été beaucoup plus important qu'en*

France. La faible rentabilité des placements en obligations aux États-Unis, couplée à un faible différentiel de volatilité en faveur des obligations, est à l'origine des très nombreux travaux des économistes sur l'énigme de la prime de risque des actions (voir Rajnish Mehra et Edward C. Prescott [1985], The Equity Premium : a Puzzle, Journal of Monetary Economics, *n° 15). De fait, les sociétés d'assurances américaines investissent très peu dans les actions, moins de 10 %, au profit des obligations de l'État fédéral, des municipalités et des entreprises. Les réglementations prudentielles des cinquante États de l'Union découragent les placements en actions en exigeant des ratios de fonds propres plus élevés pour ces placements.*

7. *La rentabilité actuarielle est obtenue en tenant compte des dividendes capitalisés, du prix d'achat en t et du prix de revente en t + n (n = durée du placement), le tout corrigé de l'inflation.*

8. *Rappelons que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles a perdu, en dollar constant, près de 75 % de sa valeur entre le début de 1966 et le début de 1982. Compte tenu des dividendes qui ont été versés par les trente grandes sociétés composant cet indice, le taux de rentabilité actuariel pour ces seize années calamiteuses a donc été compris entre - 4% et - 5 % par an. Le taux de rentabilité pour une durée de 15 ans, calculé par Ibbostson Associates, repris par B. Malkiel, est sensiblement plus favorable (0,3 % par an). La différence provient de l'indice utilisé. Ces auteurs ont analysé l'indice S&P500 au lieu du DJIA et, pour extraire les rentabilités extrêmes, ils n'ont pas utilisé autant de couples de dates de départ et d'arrivée que dans les travaux de J. Siegel.*

9. *Daniel Zajdenweber [2005], Catastrophes industrielles et réassurance,* Risques, *n° 62.*

Actions, attention danger ?

François de Varenne

Directeur de la Gestion d'actifs et du Corporate finance, Scor

Le patrimoine géré par les assureurs qui opèrent sur le marché français s'élevait en juin 2005 à environ 1 200 milliards d'euros. Cette manne providentielle qui, on le comprend, fait pâlir d'envie nos gouvernants face à un déficit de l'État supérieur à 2 000 milliards d'euros, est investie à hauteur de 18 % en actions. Bien suffisant, voire beaucoup trop, pour les assureurs ou leurs actionnaires. Pas assez pour nos politiques.

Après avoir passé des décennies à encourager – à inciter fiscalement – les Français à investir massivement dans l'assurance vie afin de financer la dette publique, le message de nos gouvernants est désormais tout autre. Car, si l'on se réfère à leurs déclarations, la France souffrirait d'un mal profond, d'une déficience chronique : nos entreprises manqueraient cruellement de fonds propres. Les conséquences en seraient particulièrement dirimantes. Ce manque de ressources entraverait la croissance à moyen et long terme, la capacité d'investissement et d'innovation, et le développement durable de l'emploi dont la France a tant besoin. Pire, cette faiblesse ferait de nos fleurons français des proies faciles pour leurs puissantes rivales étrangères à la recherche d'acquisitions « nécessairement » hostiles. Forts de ce diagnostic, nos dirigeants multiplient les initiatives destinées à créer la manne rédemptrice qui permettrait de replacer notre pays sur un sentier de croissance durable. Incitations diverses, fiscalité attractive pour les investissements privilégiant la détention d'actions et, plus récemment, injonctions faites aux assureurs d'augmenter la part de leurs investissements en actions, en particulier dans le capital des petites et moyennes entreprises françaises.

Sans revenir sur le fond du débat – une constatation si appuyée soit-elle n'a jamais tenu lieu de corrélation ou de causalité –, que faut-il en penser pour les assureurs ? Une politique d'investissement en actions est-elle compatible avec leurs activités ?

La vision simpliste

Les partisans d'une détention d'actions relativement importante par les assureurs fondent essentiellement leur raisonnement sur trois types d'arguments.

En premier lieu, comme le mentionnait déjà Jean Fourastié en 1946, le cycle de production de l'assurance serait en effet unique car « inversé ». Le prix de vente de l'assurance – la cotisation – est fixé avant que son prix de revient – la charge de sinistre – ne soit connu. L'assureur ne sait pas si le sinistre surviendra et quel en sera le montant. Tout au plus peut-il s'appuyer sur une mutualisation des risques en réunissant une multitude d'assurés au sein d'un même portefeuille d'assurance. En attendant, chaque cotisation reçue d'un client est investie dans des actifs financiers ou immobiliers. L'assureur se retrouve ainsi dans la position d'un gérant d'un immense

portefeuille composé de titres financiers. Or, depuis la publication des travaux pionniers de Markowitz en 1952, il y a maintenant plus de cinquante ans, les modèles d'allocation d'actifs utilisés par les gérants de portefeuilles professionnels se fondent, d'une manière ou d'une autre, sur la recherche de la « frontière efficiente ». L'idée est simple. Une partie du risque pouvant être éliminé sous l'effet de la diversification – les assureurs diront la mutualisation –, il s'agit de déterminer la meilleure combinaison possible d'actifs pour que, à niveau de risque donné, le portefeuille ainsi constitué offre l'espérance de rentabilité la plus élevée. Il est donc possible d'établir un portefeuille optimal ou « efficient » en fonction de l'aversion ou de l'appétit au risque de l'investisseur. Ainsi, selon cette théorie du choix de portefeuille, un assureur est conduit naturellement à combiner astucieusement des obligations, des actions et une dose d'immobilier. C'est uniquement son goût ou son aversion pour la volatilité qui déterminera avec précision la proportion de ses actifs investie en titres d'entreprises. Qu'il accepte une petite dose supplémentaire de risque et il pourra accroître la part des actions dans son bilan, en concluront nos gouvernants.

Le deuxième argument repose sur la nature du métier des assureurs dommages. En assurance non-vie, à l'exception de quelques branches, les engagements sont plutôt courts. Le principal problème de l'assureur est d'avoir un portefeuille de contrats suffisamment diversifié pour que la loi des grands nombres joue et que les risques soient mutualisés. Il n'a donc pas intérêt à investir dans des actifs particulièrement risqués. Ses passifs sont néanmoins exposés à l'inflation. Le montant des sinistres qu'il peut être conduit à régler à ses assurés dans le futur – par exemple le prix d'une aile de voiture et le coût de la main d'œuvre pour la changer – est lié au niveau de l'indice des prix et à ses dérapages possibles. C'est la raison avancée par certains observateurs pour expliquer, historiquement, le fait que les assureurs dommages investissent une quantité importante de leurs actifs en actions et en immobilier, et en tout cas dans une proportion bien supérieure à celle de leurs homologues de la vie. Pour ces observateurs, et pour certains gestionnaires, il est en effet acquis que les actions et l'immobilier présentent une corrélation positive et forte avec l'évolution du niveau des prix et constituent, à ce titre, un excellent rempart contre l'inflation.

Enfin, le troisième argument concerne davantage les assureurs vie. Les engagements qu'ils souscrivent auprès de leurs assurés sont caractérisés par une durée particulièrement longue. Pour les partisans de cette lecture, en face de ces engagements longs, l'assureur vie devrait placer des ressources stables et longues. Et comme il est bien connu de tous que, sur le long terme, les actions rapportent plus que les obligations, autant maximiser les profits. On rappellera en effet que, dans une économie qui fonctionne harmonieusement, les fonds propres d'une entreprise sont indubitablement la source de fonds la plus onéreuse. Les actionnaires d'une entreprise lui apportent des ressources financières et acceptent en contrepartie de n'être rémunérés qu'une fois que l'ensemble des créanciers (au sens large du terme) seront payés. *De facto*, pour compenser le risque inhérent à leur investissement, les actionnaires demandent une rémunération supérieure aux autres catégories d'actifs, en particulier les obligations. En moyenne, sur une longue période, la volatilité liée aux actions doit être compensée par une prime de risque supérieure aux obligations.

Mais les assureurs ont aussi un passif…

Cette vision qui vient d'être exposée repose sur une lecture trop simpliste du bilan d'un assureur et conduit à privilégier l'actif sur le passif. C'est oublier que les assureurs ont des clients auprès desquels ils ont « vendu » des promesses, des engagements futurs, en échange de l'encaissement aujourd'hui de cotisations. Leur passif est déterminé par la nature des engagements qui ont été pris vis-à-vis des assurés.

Qu'advient-il des arguments précédents si l'on regarde de près les contraintes qui existent au passif des assureurs ?

L'inversion du cycle de production est certes une caractéristique de l'industrie de l'assurance. Mais cet argument ne doit pas cacher la vraie contrainte des assureurs. D'autres secteurs d'activité sont en effet marqués

par cette même inversion. Les marchés d'options négociables cotent quotidiennement des prix d'options alors même que les acheteurs et les vendeurs de ces options ne savent pas à l'avance si celles-ci seront exercées ou non. Les banques accordent à leurs clients, sous certaines conditions, des clauses leur permettant de rembourser prématurément les emprunts immobiliers qu'ils ont contractés. Les banques doivent donc facturer un service dont elles ignorent s'il sera ou non utilisé par le client. Pour les assureurs, ce n'est pas tant l'inversion du cycle de production qui est importante – et qui peut justifier une politique d'investissement en actions – que la nature profonde des engagements qui ont été vendus aux assurés. L'assureur qui vend un contrat d'assurance prend un engagement ferme qui vient alourdir son passif. À l'inverse, le banquier qui émet un prêt immobilier devient détenteur d'une créance qui augmente ses actifs. L'engagement et la prise de risque de l'assureur viennent donc s'inscrire au passif du bilan de la société d'assurances. Elle devient débitrice envers son client. Émettre une police d'assurance équivaut à émettre un contrat, une promesse qu'il faudra honorer le moment venu. Il s'agit donc d'un passif. Le banquier dans son opération de prêt devient, lui, un créancier. Il attend de l'emprunteur qu'il s'acquitte sans faute de sa promesse de remboursement.

Pour tenir l'engagement qu'il a pris auprès de son client, l'assureur doit mobiliser les ingrédients pertinents et rechercher les meilleurs facteurs de production de cette promesse. Et c'est précisément sur les marchés financiers qu'il va trouver et réunir les actifs idoines qui garantiront la bonne fin des relations avec les assurés. Puisqu'il perçoit d'abord la cotisation versée par son assuré, il va placer ce montant dans des titres qui lui permettent de dupliquer au mieux les caractéristiques de son passif. Toute autre stratégie serait dangereuse pour l'assuré, la société et ses actionnaires.

L'examen du passif d'un assureur vie est à cet égard riche d'enseignements. Le risque primaire – la mortalité ou la longévité – est devenu aujourd'hui secondaire par rapport aux nombreuses options qui sont consenties aux assurés : taux d'intérêt garanti, effet cliquet sur l'épargne accumulée, participation aux bénéfices, possibilité de sortie anticipée du contrat d'assurance, etc. L'ensemble de ces clauses peut paraître bien complexe aux yeux du non-initié et bien éloigné de la fonction centrale de l'assurance vie. Il s'agit en fait d'opérations simples. L'assureur couvre l'assuré contre le risque de variation des taux d'intérêt. Le taux garanti le protège contre toute baisse significative des taux d'intérêt. Le mécanisme de la participation bénéficiaire, qui a été imposée par le législateur français pour indexer le taux d'intérêt versé à l'assuré sur les performances du portefeuille d'investissement de la société d'assurances, lui permet de profiter de la hausse des marchés. Si, malgré cette option, l'assureur n'arrive pas à servir à l'assuré un rendement conforme à ses attentes et aux conditions de marché, l'assuré peut demander la restitution de son capital afin de profiter, chez un concurrent, d'un taux d'intérêt plus élevé que celui qui est en vigueur sur son contrat d'assurance. Ainsi, étant donné la nature de la promesse vendue à l'assuré, l'assureur devrait mobiliser des facteurs de production sur les marchés financiers à forte composante « taux d'intérêt » et délaisser les actions.

Les deux autres arguments techniques avancés précédemment pour justifier des investissements en actions – un bon rempart contre le risque inflation et une meilleure rentabilité sur le long terme – ne résistent pas longtemps à un examen profond.

Les partisans d'une corrélation positive entre les actions et l'inflation fondent leur intuition probablement sur « l'hypothèse de Fisher ». En effet, selon cette théorie, le taux nominal de rentabilité d'une action serait égal à la somme de l'inflation anticipée et du taux réel de rentabilité de l'action, lui-même indépendant des anticipations inflationnistes. Or, de très nombreux travaux empiriques, en particulier ceux d'Eugène Fama en 1981, révèlent une relation négative entre la rentabilité des actions et l'inflation, qualifiée de *stock return inflation puzzle*. Pour expliquer ces résultats plutôt contraires à l'intuition, Eugène Fama explique que la relation négative entre l'inflation et le rendement des actions est trompeuse et masque en fait une relation négative entre l'inflation et l'activité réelle, d'une part, et une relation positive entre l'activité réelle et le rendement des actions, d'autre part. Si les passifs des assureurs sont exposés au risque inflationniste, les actions ne sont donc pas un bon facteur de production. Pour neutraliser les effets de l'inflation sur ses passifs, l'assureur dispose aujourd'hui d'un marché profond et liquide constitué essentiellement d'obligations indexées sur l'inflation.

Enfin, l'argument qui consisterait à privilégier les actions en raison de la durée particulièrement élevée des engagements des assureurs vie doit être manié avec précaution. Il repose sur une vision actuarielle, c'est-à-dire non financière, de l'opération d'assurance vie. Pour un actuaire, l'ingrédient privilégié en assurance vie est la table de mortalité qui sert de colonne vertébrale à la tarification. Pour calculer la cotisation, l'actuaire doit estimer les probabilités de décès ou de survie de l'assuré. Rien n'interdit heureusement qu'un assuré vive longtemps. Or, pour un praticien de la finance, la notion de durée ne se limite pas à la seule dimension temporelle, aussi étrange que cela puisse paraître. Pour lui, la notion de durée totale est remplacée par le concept de durée effective ou encore de « duration ». Et la duration des passifs des assureurs vie est probablement bien inférieure à ce qu'ils anticipent. Un banquier sait bien que la duration d'un prêt à taux variable, qui est régulièrement réindexé sur les conditions de marché, est extrêmement faible même si sa maturité est effectivement très longue. Il se produit le même phénomène pour la plupart des contrats d'assurance vie du fait du mécanisme de la participation aux bénéfices. En effet, chaque année, l'assuré français attend fébrilement l'annonce de la performance de son contrat par l'assureur. Le jeu de la concurrence aidant, les sociétés d'assurance vie ont à cœur d'annoncer des niveaux élevés de participation bénéficiaire, c'est-à-dire des taux de rentabilité pour l'assuré proche des taux de marché du moment. Tout se passe finalement comme si, chaque année, l'assuré liquidait son contrat et réinvestissait son capital dans un nouveau contrat reflétant les nouvelles conditions de rémunération du marché. Les conséquences d'une telle disposition légale sont loin d'être négligeables pour l'assureur. Un contrat d'assurance vie d'une durée contractuelle de dix ans n'a pas une duration de dix ans. Cette durée effective est sensiblement plus courte puisque la clause légale de participation bénéficiaire permet à l'assuré de ne pas être enfermé dans un contrat aux conditions fixes pendant dix ans. L'horizon d'investissement de la société d'assurances devrait donc être beaucoup moins long que celui que l'on pourrait escompter de prime abord. Elle devrait investir les cotisations versées par les assurés dans des actifs dont la durée effective est similaire à celle de leurs engagements. Toute autre stratégie d'investissement serait une anomalie. En effet, à partir du moment où les engagements sont régulièrement indexés sur les nouvelles conditions de taux d'intérêt, il est crucial que les actifs de placement de la société d'assurances exhibent des propriétés identiques. Ce qui n'est pas le cas des actions.

Il est intéressant de remarquer que, même sous l'hypothèse d'une duration des contrats d'assurance vie élevée, il serait dangereux d'invoquer le facteur temps pour justifier la supériorité d'un investissement en actions sur un placement obligataire. Cela consisterait, à nouveau, à ignorer la vraie nature des passifs des assureurs vie. En concédant à leurs assurés une clause de taux garanti minimum, les assureurs vie se contraignent à sauter, chaque année, une haie d'une hauteur minimale. Ne pas l'atteindre, c'est courir un risque de perte en capital que les anglo-saxons dénomment *shortfall risk*. S'il était vérifié dans ce contexte particulier que les actions rémunèrent en moyenne davantage que les obligations sur le long terme, la prime d'assurance contre ce risque de *shortfall* devrait décroître avec le temps. Or, sur les marchés financiers, ce contrat d'assurance existe. Il s'agit d'une option de protection en cas de baisse – un *put* – dont la prime est une fonction croissante de la maturité.

Le salut vient du *trader* londonien et du politique français

Les placements des sociétés d'assurances sont précisément les instruments des promesses qui ont été vendues aux assurés. Une politique d'investissement privilégiant les actions peut entraîner un décalage impromptu entre les actifs et les engagements envers les assurés et des pertes conséquentes. Toute perte est évidemment une mauvaise nouvelle pour la société et ses actionnaires. Elle vient diminuer la valeur de leur patrimoine. En termes simples, le statut d'actionnaire ne doit pas se transformer en un pari audacieux sur des variables financières non maîtrisables. Un actionnaire d'une société d'assurances n'investit pas pour

parier sur les fluctuations des taux d'intérêt. Certains instruments financiers lui offrent la possibilité de le faire de manière plus efficiente et moins coûteuse.

Pourtant, la quête de taux de rendement potentiellement élevés pour attirer les assurés ainsi qu'une concurrence vive sont fréquemment invoquées par les assureurs comme des issues inéluctables. Pour générer ce rendement, l'assureur doit se porter vers des actifs rémunérateurs et donc plus risqués, par exemple en accentuant les placements en actions. La sempiternelle équation invoquée est celle de la dure loi du marché. Ne pas dégager du rendement est synonyme d'asphyxie commerciale. La société perd progressivement pied face à des concurrents par définition agressifs. Les assurés désertent et vont placer leur épargne ailleurs. Cette incontournable équation concurrentielle est séduisante. Si séduisante que l'on pourrait y croire sans autre forme de procès. Pourtant, il est surprenant de militer pour une attitude du type : « à court terme, je suis apparemment vivant ; à long terme, je suis effectivement mort » ! Il s'agit d'un aveu pour le moins curieux. Y souscrire revient à admettre qu'il est souhaitable et profitable à long terme de mobiliser la mauvaise technologie de « production financière » des promesses envers les assurés. C'est aussi reconnaître que l'assureur ne maîtrise pas *in fine* ses coûts de production. Enfin, la quête du rendement à tout crin privilégie indûment les assurés au détriment des actionnaires. Elle consiste à faire peser le poids du risque sur les épaules des actionnaires. Or, existe-t-il un marché plus concurrentiel que celui des actionnaires ?

L'assureur se trouve donc devant un dilemme. S'il n'a pas assez d'actions dans son portefeuille d'investissement, il perd progressivement ses clients. Si en revanche il en possède en trop grande quantité, il prend alors le risque de ne plus avoir d'actionnaires. D'où peut venir son salut ? Paradoxalement, du *trader* londonien et du politique français.

On l'a compris, les bons facteurs de production d'un contrat d'assurance, vie ou dommages, sont essentiellement des actifs obligataires. À une petite nuance néanmoins. Si l'on assimile, de manière très simplifiée et très synthétique, un contrat d'assurance vie à un portefeuille constitué d'une obligation à taux fixe, d'une option de rachat anticipé et d'une option de participation bénéficiaire, l'assureur dispose de la petite fraction de la cotisation qui correspond à l'option de participation aux bénéfices pour investir dans des actions. Étant intéressé uniquement par les mouvements à la hausse, il pourrait naturellement privilégier l'achat d'une option – un *call* – sur des actions pour démultiplier son exposition. Le *trader* londonien qui encaisse la prime de cette option va immédiatement mobiliser les bons facteurs de production pour délivrer, à son tour, la promesse qu'il a faite à son client assureur. Depuis les travaux fondateurs de Robert Merton, Fischer Black et Myron Scholes, ce *trader* sait que le portefeuille qui va dupliquer son option est constitué d'un savant mélange d'obligations et d'actions. L'assureur investit donc indirectement dans des actions !

L'autre alternative consiste à modifier la nature de la promesse qui est vendue aux assurés. En agissant de la sorte, l'assureur diminue le poids des contraintes qui pèsent sur lui au moment où il doit investir les cotisations confiées par ses assurés. La recette miraculeuse existe déjà. Il s'agit bien entendu des contrats en unités de compte dans lesquels l'assureur ne délivre aucune garantie de rendement des actifs et l'assuré supporte la totalité des risques financiers inhérents à la stratégie d'investissement choisie. Pour accroître la part des actions chez les assureurs vie, il faut donc changer les contrats. C'est tout l'objet de l'amendement proposé par le député Jean-Michel Fourgous, voté par le Parlement en juillet 2005, qui autorise les assurés à transférer les contrats d'assurance vie dit « monosupport » – les contrats traditionnels en euros – en contrats « multisupport ». L'instruction fiscale de novembre 2005 précisant les modalités de la transformation sous « l'amendement Fourgous » stipule que la transformation du contrat monosupport doit donner lieu à la conversion d'une part significative de l'épargne en unités de compte, au minimum 20 %. Grâce à cet amendement, les assureurs pourront aisément accroître la part de leurs investissements en actions, sans aucune prise de risque, et répondre positivement aux injonctions de nos gouvernants. Il est vrai que leurs actionnaires se réjouissent doublement de ce type de mesure. D'une part, le risque qu'ils supportent est désormais bien moindre puisqu'il a été, en grande partie, renvoyé sur l'assuré. D'autre part, ces contrats en unités de compte bénéficient d'une exigence de marge de solvabilité – les fonds propres minimum – quatre fois plus faible, ce qui augmente sensiblement la rentabilité de leurs investissements.

La réponse du politique va dans le bon sens : le seul moyen pour augmenter la part des actions dans les bilans des sociétés d'assurances consiste à modifier leurs passifs, c'est-à-dire les promesses qu'ils vendent aux assurés. On peut néanmoins se poser deux questions. A-t-on demandé aux assurés s'ils voulaient plus d'actions dans leur patrimoine ? La diminution de la responsabilité des assureurs vis-à-vis de leurs assurés est-elle compatible à long terme avec le concept grandissant de « protection financière » qu'ils défendent ?

Bibliographie

FAMA Eugene, « Stock returns, real activity, inflation and money », *The American Economic Review*, vol. 71, September, p. 545-565, 1981.

FOURASTIE Jean, « *Les assurances d'un point de vue économique et social* », Paris, 1946.

MARKOWITZ Harry, « Portfolio selection », *The Journal of Finance*, March , pp. 77-91, 1952.

LE *PRIVATE EQUITY* EUROPÉEN ET FRANÇAIS : UN RÔLE TROP FAIBLE DANS LE FINANCEMENT DE L'INNOVATION

Jean-Hervé Lorenzi

Conseiller du directoire, La Compagnie financière Edmond de Rothschild Banque
Directeur du DESS Techniques de l'assurance et Management du risque,
Université Paris Dauphine

Jean-Jacques Gauguier

Doctorant, université Paris Dauphine

Activité récente, le capital investissement est aujourd'hui au cœur du financement des entreprises. À l'échelle internationale, le niveau des montants levés par le capital investissement s'élevait en 2004 à 2 241 milliards d'euros.
Aujourd'hui, le capital investissement européen et français est à la croisée des chemins. En forçant le trait, le capital investissement européen se développe autour d'une logique plus financière qu'entrepreneuriale avec une part plus importante des opérations de rachat et de transmission par rapport au capital investissement. Pourquoi observe-t-on une telle spécialisation vis-à-vis du financement de l'innovation ?
Cet article montre que le capital investissement américain a été fondé par des investisseurs ayant une forte culture entrepreneuriale. Aujourd'hui cette composante reste prégnante dans le capital investissement. En Europe, la genèse du capital investissement s'est déroulée différemment et explique probablement la relative spécialisation du capital investissement européen.

Retard, décrochage, déclin. Depuis deux ans, les gouvernements européens ont pris conscience de la perte de compétitivité de l'Europe face aux États-Unis mais aussi vis-à-vis des pays émergents comme l'Inde et la Chine. Certes, si le diagnostic sur l'ampleur de la perte de compétitivité de l'industrie européenne diffère selon les sources, toutes pointent l'insuffisance des efforts européens en matière de recherche et développement. Alors que la compétitivité d'une économie dépend essentiellement de sa capacité à innover, l'Europe investit insuffisamment dans l'innovation et l'on sait aujourd'hui que les objectifs de la stratégie de Lisbonne, qui visait à faire de l'Europe en 2010 l'économie la plus innovante du monde, ne seront pas atteints. Dans un récent rapport, la Commission européenne (2005) note ainsi : « le taux de croissance de l'intensité de Recherche et

Développement – R & D – (+ 0,7 % par an entre 2000 et 2003) est loin d'être suffisant pour atteindre l'objectif de 3 % du PIB ». Si ce rythme se maintient, l'Europe atteindra en 2010 une intensité en R & D de seulement 2,2 %. Tout cela est préoccupant. En effet, en dépit de la tertiarisation croissante des économies, l'industrie reste le principal vecteur de croissance économique et d'emplois.

De son côté, la France investit trop peu en recherche et développement pour faire face à une concurrence dorénavant mondiale dans de nombreux secteurs. Aujourd'hui, son industrie est mal armée pour faire face au remodelage des flux économiques. La compétitivité de la France s'érode dans des secteurs où elle est historiquement concurrentielle. En dehors de l'industrie du luxe, l'industrie française exporte relativement peu dans les pays émergents. Elle ne produit plus les biens ayant une dynamique mondiale puissante et à forte composante technologique ; elle est également peu présente dans les technologies d'avenir comme la biotechnologie ou les nanotechnologies. Pour régénérer le tissu industriel européen et français, il faut agir prioritairement sur le niveau des dépenses privées dans R & D. Alors que la part des investissements privés dans les dépenses domestiques de R & D se situe respectivement à 63,1 % aux États-Unis et 73,9 % au Japon, au niveau européen, seulement 55,6 % des dépenses de R & D sont financées par le secteur public. Plus significatif des problèmes européens, l'effort privé en matière de R & D diminue puisque l'on observe une baisse de 0,6 % de la contribution du secteur privé au financement de R & D entre 2000 et 2003 [(1)].

L'un des enjeux est de faciliter l'émergence puis le développement de PME (Petites et moyennes entreprises) innovantes car elles représentent le tissu économique de demain. L'environnement réglementaire et institutionnel, l'esprit d'entreprendre, l'intensité de la concurrence ou encore le contexte économique ont un impact sur le taux de natalité des entreprises. Si l'on veut agir sur le vivier de PME innovantes, une réflexion sur le financement de ces jeunes entreprises est nécessaire. En effet, si le volet financier n'est pas une condition suffisante pour créer une entreprise, cela reste une condition nécessaire.

Plus particulièrement, nous nous focaliserons sur le rôle du capital investissement comme catalyseur de l'innovation. À eux seuls, les États-Unis concentrent 72 % du capital investissement mondial. Souvent loué pour sa longue tradition en la matière, le décollage du *private equity* est pourtant récent aux États-Unis : il date du début des années quatre-vingts avec la mise en place de mesures incitatives de la part du gouvernement américain, notamment la levée des restrictions pesant sur les fonds de pension en matière d'investissement risqué « prudent man rule » (Gompers & Lerner, 2001).

Aujourd'hui, le capital investissement européen se développe selon une dynamique différente de celle observée aux États-Unis avec une part plus importante des opérations de rachat et de transmission dans les pays européens. En France, les opérations de transmission et de LBO (Leverage Buy Out) ont représenté 71 % des investissements en 2004 alors que les opérations d'amorçage et de développement représentent seulement 19 % des affaires en Europe. On peut se demander si le capital investissement français, mais aussi européen, remplit sa mission de catalyseur de l'innovation. En effet, les opérations de transmission et de rachat visent moins à stimuler l'innovation qu'à créer de la valeur dans une entreprise en procédant à une réorganisation de ses actifs. Comment dès lors interpréter cette relative spécialisation du capital investissement européen et français dans les opérations de rachat et de transmission vis-à-vis du financement de l'innovation ?

Pour répondre à cette question, il faut revenir aux fondamentaux du capital investissement. En effet, les trajectoires de plus en plus contrastées du capital investissement européen et américain s'expliquent par les acteurs au centre du capital investissement. Historiquement, le capital investissement américain a été fondé par des investisseurs ayant une forte culture entrepreneuriale. Pour ces investisseurs individuels, il s'agissait d'engager des capitaux dans des activités potentiellement rémunératrices mais risquées. En résumé, la naissance du capital investissement correspond à l'essence même du capitalisme. Certes, le capital investissement américain s'est structuré ces dernières années, de nouveaux acteurs issus de la sphère financière ont structuré le marché : les fonds de pension ont modifié les

pratiques dans le capital investissement en multipliant les stratégies financières basées sur l'endettement. Pour autant, la composante entrepreneuriale reste prégnante dans le capital investissement américain et consubstantielle au développement du capitalisme américain.

Pour l'Europe, la genèse du capital investissement s'est déroulée différemment. En forçant le trait, le capital investissement s'est développé autour d'une logique plus financière qu'entrepreneuriale. C'est là une différence fondamentale que l'on cherche à expliciter dans cet article. La première partie aborde les développements récents du capital investissement aux États-Unis, la seconde traite du niveau de développement du capital investissement en Europe et en France.

Le capital investissement américain

Les années 1980 et 1990

Depuis plus de 20 ans, le capital investissement américain fait preuve d'un fort dynamisme. À l'orée des années quatre-vingts, cette industrie se structure et gagne en efficacité. D'une part, une courbe d'apprentissage existe dans le capital investissement. Les investisseurs ont en quelque sorte appris leur métier. Ils en connaissent les fondamentaux : il est possible de gagner beaucoup d'argent en pariant sur le développement d'une jeune entreprise (*home run*) mais il s'agit d'une activité cyclique et risquée dont le succès repose sur un *monitoring* fort dans la gestion au quotidien de l'entreprise (*hands-on management*). D'autre part, la géographie du capital investissement évolue. Peu à peu, la côte Ouest va s'imposer comme le centre névralgique du capital investissement : les projets abondent reposant sur un véritable train technologique, les universités comme le Carnegie Mellon ou Cal Tech défrichent des pans importants en matière de technologies et les intermédiaires financiers spécialisés dans le capital investissement s'insèrent dans cet écosystème. En 1992, la côte Ouest attire près de 50 % des fonds dédiés au capital investissement américain alors que la côte Est ne mobilise plus que 20 % du total des fonds.

L'évolution la plus marquante réside dans l'arrivée de nouveaux investisseurs dans le capital investissement. Auparavant, contraints par des restrictions légales et une fiscalité peu avantageuse, les fonds de pension étaient absents du hors-marché. Or, en 1978, le gouvernement américain réforme en profondeur l'arsenal réglementaire entourant le capital investissement sur deux points. En premier lieu, il assouplit les règles fiscales en ramenant le taux d'imposition de plus-values sur les opérations en capital de 49,5 à 28 %, mais surtout, il libère les contraintes pesant sur les fonds d'investissement en matière de capital investissement. Dès lors, ces fonds vont investir massivement dans le capital investissement, et ce, d'autant plus que les performances des marchés financiers durant les années soixante-dix sont faibles. En investissant dans le capital investissement, les fonds de pension voient une manière de diversifier leurs placements mais surtout de profiter des taux de rendement du capital investissement dans la seconde moitié des années soixante-dix.

D'un autre côté, les fonds de pension vont modifier les fondamentaux du capital investissement. Ces investisseurs ont un horizon temporel court et cela s'accorde mal avec le capital investissement où il faut parfois 10 ans avant que les investissements se concrétisent [(2)]. Les gestionnaires de fonds, pour améliorer leurs résultats, peuvent être tentés de liquider des jeunes entreprises prometteuses dans lesquelles ces fonds ont peu investi. En revanche, ces fonds peuvent être particulièrement cléments avec une entreprise en détresse financière dans laquelle les investisseurs ont beaucoup misé. L'autre effet négatif du rôle croissant des fonds d'investissement dans le développement d'entreprises innovantes réside dans le choix du *timing* de l'introduction en Bourse. Dans une stratégie de gestion des résultats, les fonds d'investissement peuvent être tentés d'introduire en Bourse une entreprise, notamment en période de *hot issue* afin d'améliorer leurs résultats à court terme. Or, ces introductions précoces de jeunes entreprises peuvent être dramatiques à moyen terme si, lors de l'introduction en Bourse, ces jeunes entreprises ne disposent pas de la

maturité nécessaire. Cependant, l'implication croissante des fonds de pension dans le capital, compte tenu de la divergence des horizons temporels entre l'investisseur et l'entrepreneur, peut être problématique. Les fonds de pension sont à la base de l'extraordinaire vitalité du capital investissement américain durant les années 1990 (tableau 1) autour des technologies de l'information et de la communication (TIC) donnant naissance à la nouvelle économie au milieu des années quatre-vingt-dix.

Les tendances récentes

L'éclatement de la bulle autour des valeurs technologiques a provoqué une réduction globale des investissements dans le capital d'investissement en 2001 aux États-Unis (- 56 % en une année). Cette réduction des financements a majoritairement porté sur les technologies de l'information. Ailleurs, les investissements n'ont pas connu de pause significative. Dans les biotechnologies, ainsi que dans le domaine de la santé, les investissements sont en constante augmentation sur la période 1999-2002 (OCDE [3], 2003).

Une concentration des investissements dans les secteurs technologiques

Nombreuses sont les entreprises connues qui se sont développées dans l'informatique : Sun, Microsoft, Compaq, Oracle ou encore Apple ont été financées grâce au capital investissement. Par le passé, de nombreuses entreprises présentes dans des activités peu intensives en technologie ont également été financées par le capital investissement comme Federal Express, Starbuck ou Staples. Aujourd'hui, la tendance serait plutôt à la concentration des investissements dans quelques secteurs de hautes technologies. En 1999, 60 % des investissements se concentraient dans les secteurs des technologies de l'information et de la communication, le reste des fonds se partageant entre la recherche médicale (10 %), les biotechnologies (10 %) et différents secteurs (20 %).

Après une brève période de repli des investissements, le capital investissement américain a repris sa dynamique (tableau 1). En 2004, les secteurs les plus attractifs pour le capital investissement restent inchangés : il s'agit pour 24 % du secteur des logiciels et pour 19 % des biotechnologies. À côté de ces deux poids lourds, on retrouve d'autres secteurs historiquement attractifs pour le capital investissement : les semi-conducteurs, le secteur médical (services et équipements) et les équipements de réseaux. Si l'on se focalise sur les investissements d'amorçage, on retrouve toujours l'industrie des logiciels ainsi que les biotechnologies ; mais d'autres secteurs accèdent à ces investissements comme les médias ou encore les entreprises opérant dans le secteur de l'énergie.

Vers une spécialisation des acteurs dans les opérations de rachat et de LBO ?

Malgré les possibilités de diversification, le financement de très jeunes entreprises reste trop risqué pour les fonds de pension. De plus, si l'on retient l'hypothèse de gestion des résultats, ces investissements sont peu liquides et il est difficile de se désengager de ces financements à moindre coût. Les fonds de pension peuvent également se détourner du financement de jeunes entreprises si leur horizon temporel est court. Typiquement, l'accent va être mis sur les investissements de développement et de restructuration plutôt que sur les investissements dans les investissements « *early stage* ».

Si l'on compare ces différentes affirmations avec les différents stades d'intervention des investisseurs, on devrait s'attendre, premièrement, à ce que les financements soient peu alloués aux projets très risqués et, deuxièmement, à ce que les intermédiaires financiers qui gèrent les capitaux de ce fonds se concentrent sur les projets susceptibles de leur fournir un rendement important dans un laps de temps assez court. L'évolution récente de la répartition des investissements dans les différents stades du capital investissement confirme nos intuitions pour les États-Unis. En effet, alors que 25 % des montants alloués dans le capital investissement servaient à financer le développement d'entreprises aux premiers stades de leur existence en 1980, en 1988, la proportion du *seed capital* ne représente plus que 12,5 % des fonds levés. À l'inverse, on observe durant cette période une forte augmentation des opérations de rachat de type LBO qui représentent, en 1988, 20 % des montants engagés.

Les derniers chiffres disponibles semblent confirmer cette tendance à la spécialisation des acteurs vers les opérations de rachat et de LBO. Il ne faut pas pour autant en conclure que les investissements d'amorçage sont aujourd'hui délaissés par le capital investissement américain.

Tout d'abord, de par leur importance, les montants levés aux États-Unis en *seed investment* restent sans commune mesure avec les montants observés dans le reste du monde. Par ailleurs, on peut se demander si le contexte économique de ces dernières années n'a pas eu un effet procyclique en accélérant la spécialisation du capital investissement dans les activités de rachat. En effet, l'échec de nombreuses stratégies de fusion et acquisition dans les TIC a donné naissance à de nombreuses opportunités de rachats d'actifs, de réorganisations ou de regroupements d'entreprises. De nombreux fonds d'investissement ont pu être tentés de se développer dans cette activité compte tenu de l'importance du « terrain de jeu ».

Ensuite, compte tenu de la morosité des marchés financiers et du niveau d'endettement atteint par les grandes entreprises, les stratégies de sortie de type rachat ou introduction en Bourse ont été proscrites entre 2000 et 2003. Enfin, le déclin de l'investissement en amorçage s'explique peut-être par la faiblesse des projets d'investissements présentés aux investisseurs qui ont pu, après les excès des années 2000, revoir à la hausse leur niveau d'exigence dans la sélection de leur projet.

Les facteurs du développement du capital investissement américain

Aujourd'hui, les États-Unis disposent sans conteste d'un véritable avantage comparatif dans le capital investissement. Dans le point précédent, nous avons vu que l'antériorité historique et l'expérience accumulée par les investisseurs étaient autant de piliers de l'avantage comparatif américain dans le capital investissement. Au moment où le capital investissement s'internationalise, où les pays cherchent à développer une industrie du capital investissement efficace capable de financer des PME innovantes, de nombreux travaux ont étudié les déterminants du capital investissement aux États-Unis.

On peut ranger les variables influençant positivement le capital investissement en deux catégories : les fondamentaux macroéconomiques et les effets indirects et microéconomiques qui jouent sur l'efficacité du capital investissement.

◆ Les facteurs macroéconomiques

La profondeur des marchés financiers

Black & Gilson (1998) ont montré que le développement d'un marché du capital investissement était tributaire de l'existence de marchés financiers importants et profonds capables de digérer les entrées en Bourse des entreprises. En effet, l'existence de marchés financiers développés et profonds est un mécanisme incitatif puissant pour les investisseurs puisque l'introduction en Bourse représente la solution de sortie la plus rémunératrice (IPO rapporte six fois plus). Par ailleurs, elle est également un mécanisme efficace pour discipliner les dirigeants de l'entreprise. Lors de l'introduction en Bourse, les dirigeants historiques, pour la plupart les fondateurs, gardent souvent une influence importante dans l'entreprise. Dans le cas où la sortie de l'investissement s'effectue par un rachat d'une jeune entreprise par une grande entreprise, ou par une cession à un autre fonds d'investissement, les dirigeants historiques voient leur indépendance fortement contrariée.

Environnement juridique et institutionnel

Dans les faits, il est difficile de mesurer précisément la qualité de l'environnement juridique et institutionnel d'un pays. Deux éléments sont : la flexibilité du marché du travail et la fiscalité.

Pour Sherlter (2003), les rigidités sur le marché du travail ont un impact sur le développement du capital investissement. Toutefois, dans une étude antérieure, Jeng & Wells (2000) suggèrent une histoire différente. Leurs résultats indiquent que le degré de flexibilité du marché du travail n'a pas d'impact global sur le niveau

de développement du capital investissement. En revanche, si l'on se focalise seulement sur le financement d'amorçage, la rigidité du marché du travail semble affecter négativement le développement du marché du capital investissement.

Concernant l'impact de la fiscalité, différentes études confirment la puissance de ce mécanisme incitatif sur le développement du capital investissement. En revanche, il semble bien difficile de mesurer précisément son effet. En la matière, la décision la plus spectaculaire fut probablement la réforme de ERISA (Employee Retirement Income Security Act) ou « prudent man rule » en 1979 que nous avons déjà abordée. Cette réforme, en facilitant les investissements des fonds de pension dans le capital investissement, conduisit à une forte augmentation des fonds en provenance des fonds de pension dédiés au capital investissement. Généralement considéré comme une bonne approximation de la fiscalité d'un pays, l'impact du niveau d'imposition des gains en capital sur le développement du capital investissement a souvent été testé dans les travaux. Les résultats indiquent le rôle négatif d'un taux d'imposition sur les gains en capital vis-à-vis du développement du capital investissement [(4)].

Niveau de recherche et développement public et privé

L'accroissement des dépenses en recherche et développement, qu'elles soient d'origine privée ou publique (Gompers & Lerner, 1998), favorise le développement de nouvelles technologies qui se combinent les unes avec les autres et multiplient les opportunités technologiques pour les jeunes entreprises. L'État américain est largement présent dans ce processus. Là encore, les études confirment le rôle positif des dépenses de recherche et développement – quels que soient les variables utilisées, le nombre de personnes travaillant dans les unités de recherche et développement ou le nombre de brevets déposés par les entreprises – en ce qui concerne le capital investissement. Plus récemment, Romain & van Pottelsberghe (2004) ont confirmé de rôle positif de l'environnement technologique sur le niveau de développement du capital investissement en construisant un indicateur d'opportunité technologique regroupant le stock de connaissance et le nombre de brevets déposés. Enfin, au moment où l'Europe vient de statuer sur le brevet du logiciel, Ueda (2004) suggère que les droits de propriété puissants ont un impact positif sur le financement des entreprises par le capital investissement.

Le rôle du taux d'intérêt

À côté de ces variables, la qualité de l'information financière ou de la conjoncture économique joue également un rôle dans le développement du capital investissement. La qualité du *reporting* financier agit sur la confiance des investisseurs. Plus l'information financière sera de qualité, plus la prime de risque demandée par les investisseurs sera faible. Un référentiel comptable de bonne qualité réduit les coûts de recherche de l'information jugée pertinente par des investisseurs sophistiqués [(5)]. Concernant la qualité de la conjoncture économique, nous avons déjà eu l'occasion d'aborder son impact sur le niveau d'introduction en Bourse et sur le développement de nouvelles technologies.

◆ Les facteurs microéconomiques : la supériorité du capital investissement américain tient-elle à la maîtrise d'une relation d'agence ?

Ces dernières années, quelques travaux ont utilisé une approche microéconomique pour identifier les déterminants du capital investissement mais aussi pour cerner les facteurs constitutifs de la supériorité américaine dans cette activité. Pour la plupart, ces travaux modélisent l'interaction entre les investisseurs et l'entrepreneur par une relation d'agence [(6)] où l'entrepreneur est identifié à l'agent et l'investisseur au principal [(7)]. En effet, le succès de l'investissement dépend grandement de la capacité du capital investisseur à gérer le conflit d'agence patent entre lui et l'entrepreneur. Si les deux parties ont comme objectif commun la croissance de l'entreprise, il existe une asymétrie d'information importante entre les deux parties, l'entrepreneur étant considéré comme la partie la plus informée. Alors que le cadre institutionnel fournit aux acteurs le cadre de jeu, l'efficacité du capital investissement se construit au niveau microéconomique. Elle dépend de l'implication des individus, des mécanismes de supervision et de contrôle mis en place par les différentes parties. La réputation et les signaux envoyés par les différentes parties prenantes sont donc déterminants pour la réussite du projet. Or, c'est peut-être à ce

niveau que se dégage une supériorité du capital investissement américain (en termes de stratégie de sortie et de rendement) vis-à-vis des autres pays.

Le poids de caractéristiques individuelles

Du côté des investisseurs, les différentes études portant sur les déterminants du capital investissement pointent l'hétérogénéité des individus. Les investisseurs en capital investissement viennent d'horizons différents, sont plus ou moins expérimentés, supportent des niveaux de contraintes différents les uns des autres, se spécialisent dans certaines niches du capital investissement. Si l'on ajoute à cela les effets de réputation, on obtient une explication probante des comportements différents et des différents niveaux d'exigence observés entre les investisseurs. Intuitivement, on peut penser que les investisseurs ayant un niveau de réputation élevé vont être plus exigeants que des concurrents moins réputés ou/et ayant moins d'expérience. Les travaux de Lerner confirment cette hypothèse puisque les investisseurs réputés obtiennent des niveaux de rémunérations plus importants (à la fois en termes de frais et de pourcentage du capital) tout en exigeant un taux de rentabilité élevé. Les nouveaux entrants sur ce marché, sans réputation, se contentent d'une faible rémunération[8].

Si la qualité individuelle des investisseurs a des conséquences importantes sur leur activité et leur niveau de performance, de plus en plus cette activité se conçoit en commun. Aux États-Unis, la part d'investissement en syndicat est beaucoup plus importante que dans le reste du monde malgré le niveau de connaissance atteint par les individus. Il s'agit là d'une indication de la maturité de cette industrie. En effet, si la mise en place d'un syndicat apparaît contractuellement difficile à mettre en œuvre, les bénéfices tirés de ce type de regroupement sont potentiellement importants. Tout d'abord, la syndicalisation permet de diversifier les investissements et réduire les risques inhérents à des stratégies d'investissement risquées. Par ailleurs, ces regroupements permettent de limiter les mauvais investissements en accumulant des connaissances (savoir-faire, carnet d'adresses, degré d'expertise dans un secteur particulier).

Méthodes et degré d'implication dans l'entreprise

Lorsqu'elles sont présentes dans les secteurs technologiques, les PME se singularisent par l'importance des actifs incorporels (brevets et qualité de la main d'œuvre) et un niveau de dépenses en recherche et développement élevé. Il est bien souvent difficile de mesurer la valeur d'une PME innovante en utilisant les ratios habituellement retenus par les investisseurs. En dehors de la technique de syndicalisation des investissements qui permet *ex ante* de limiter les risques, certains travaux ont relevé que le financement par le capital investissement se traduisait par une présence accrue dans le conseil d'administration des investisseurs (Lerner, 1995). Cette présence accrue s'explique par le besoin de suivre la manière dont sont utilisés les fonds et d'avaliser la stratégie de développement de l'entreprise. Des études similaires ont montré que les changements au sein des conseils d'administration des entreprises financées par le capital investissement coïncidaient avec une crise dans l'entreprise mais également avec un nouveau tour de financement. En effet, en décomposant des flux financiers par tour (*round*), les investisseurs se réservent différentes options en ce qui concerne le soutien à l'entreprise [9]. Ce découpage oblige les dirigeants à rendre compte à échéance précise, permet aux investisseurs de suivre les choix des produits et les stratégies de production poursuivies par les dirigeants (Hellmann et Puri, 2000). Enfin, pour inciter les dirigeants à agir dans le sens voulu par les investisseurs, ces derniers peuvent mettre en place des schémas de rémunération de type stock-options. Pour une jeune entreprise, ces schémas de rémunération permettent de limiter la masse salariale.

Pour les investisseurs, il s'agit là d'un mécanisme de gouvernance puissant en alignant les objectifs des dirigeants et des investisseurs [10].

Les trajectoires du capital investissement en Europe : vers une confusion de sens ?

Le développement d'opérateurs européens en matière de capital investissement est essentiel pour le financement de l'innovation pour au moins deux raisons.

Premièrement, faute de canaux de financement adéquats, certains entrepreneurs sont tentés de fonder leur entreprise à l'étranger. De plus, malgré les nouvelles

réglementations américaines en matière d'information financière, il reste tentant pour une jeune entreprise innovante de se faire coter sur les marchés américains.

Deuxièmement, à l'heure de l'internationalisation du capital investissement, l'édification d'une industrie du capital investissement français et européen est souhaitable. En effet, les investisseurs étrangers effectuent de plus en plus leurs emplettes dans le hors-marché. Or, avec la multiplication des opérations de rachat par les fonds étrangers de jeunes entreprises innovantes, il y a un risque de perte de substance pour l'industrie européenne et française. Pour les opérateurs locaux, qui ont basé leur développement sur les opérations de rachat et de LBO, il y là matière à réfléchir.

L'état du capital investissement en Europe

En Europe, le décollage du capital investissement est plus tardif puisqu'il date du début des années quatre-vingt-dix. Aujourd'hui, le capital investissement européen est le second marché derrière les États-Unis. À l'image de ce que l'on a observé ces vingt dernières années aux États-Unis, le capital investissement s'est développé, structuré et spécialisé en Europe. Alors que les investissements en capital investissement se montaient à 5,81 milliards de dollars en 1990, ils atteignent en 2004 la barre des 30 milliards [11].

Si l'Europe a rattrapé une partie de son retard en matière de capital investissement (tableau 1) ces dernières années, il semble bien que l'écart se creuse de nouveau. Au plus fort de l'éclatement de la bulle technologique, les investisseurs américains ont presque divisé par deux le montant de leurs investissements là où les Européens ont seulement ralenti leurs investissements. Dans un scénario plaisant, on pourrait voir dans cette réaction dissymétrique une industrie du capital investissement européen mature rattrapant son homologue américain. Or, les dernières évolutions suggèrent un autre scénario. Depuis deux ans, les investissements américains sont repartis à la hausse alors que le capital investissement évolue sur un rythme inférieur, de sorte que l'écart se creuse à nouveau. En fait, il semble bien que le capital investissement américain soit nettement plus réactif que son homologue européen.

Pour expliquer ce manque de réactivité, des travaux récents suggèrent que les investisseurs européens restent relativement moins spécialisés que leurs homologues américains. Statistiquement, un plus grand nombre d'investisseurs européens sont présents sur l'ensemble des segments du capital investissement (Hege, 2003). De plus, le niveau de collaboration entre les investisseurs est encore très fruste. En effet, le nombre de partenariats reste beaucoup plus faible qu'aux États-Unis et cette absence de collaboration a des conséquences importantes car elle n'est peut-être pas sans conséquence sur l'efficacité des choix des projets d'investissements [12]. Hege (2003) montre que ce manque de collaboration expliquerait pour partie la supériorité des taux de rendement du capital investissement américain. De même, l'auteur observe une répartition différente des fonds entre les deux pays. Aux États-Unis, les dotations sont importantes au début du projet de financement, puis diminuent au fur et à mesure que le projet avance. En Europe, l'auteur observe une répartition des fonds beaucoup plus linéaire.

L'autre différence entre le capital investissement américain et européen tient à l'importance des investissements d'amorçage et de capital-risque (tableau 2). En effet, si l'on rapporte ces investissements au PIB, on obtient une vision très précise de la situation européenne par rapport aux États-Unis. Selon l'OCDE, sur la période 1998-2001, ce ratio s'établit aux États-Unis à 0,16 0/00. Le Canada se situe à un niveau proche avec un ratio de 0,11 0/00. Dans ce classement, l'Europe apparaît décrochée et segmentée. Décrochée, car le pays ayant le niveau le plus élevé est la Finlande avec un ratio de 0,08 0/00 (la France étant dernière de ce classement avec un effort de 0,04 0/00). Il apparaît clairement une scission entre les pays européens avec un premier groupe possédant un ratio élevé (Finlande, Suède et Pays-Bas) et un second groupe comportant des niveaux d'efforts plus faibles incluant l'Allemagne, l'Angleterre et la France. La comparaison de ces ratios avec l'effort de Recherche et Développement est également très instructive : Battini (2005) remarque que les pays qui obtiennent les meilleurs ratios, ceux où les investissements de ce segment sont les plus élevés, sont aussi ceux qui ont le plus fort taux de Recherche et Développement par rapport au Produit intérieur brut.

Le capital investissement en France

En France, on observe aujourd'hui un redémarrage de l'activité – après les années de flottements à la suite de l'explosion de la bulle Internet – avec une croissance des investissements. Cependant, en observant la répartition des investissements selon le stade d'intervention, on remarque que cette expansion est tirée par les opérations de rachat et de LBO. Par ailleurs, si le nombre d'opérations de financement dans l'*early stage* a augmenté dans le premier trimestre 2005 en France, les montants investis dans ce segment augmentent peu.

Dans une certaine mesure, cette spécialisation rappelle l'évolution du capital investissement américain où les opérations de rachat et de LBO se sont multipliées ces dernières années. Toutefois, les statistiques américaines indiquent que les investissements d'amorçage croissent dans une même proportion que la totalité du capital investissement. En France, ce segment du capital investissement est aujourd'hui délaissé. Différents arguments sont avancés pour l'expliquer.

Premièrement, il peut s'agir d'un nombre insuffisant d'investisseurs. Le recensement du nombre d'investisseurs providentiels donne une idée du rapport de force. Ainsi, selon l'ARNT (2005), on compte aujourd'hui près de 3 500 *business angel* en France contre 50 000 au Royaume-Uni et 500 000 aux États-Unis. De plus, l'organisme note que « le montant investi par an par un *business angel* serait, d'après France Angels, plusieurs fois inférieur aux investissements annuels des *business angels* au Royaume-Uni ».

Deuxièmement, le niveau d'implication des pouvoirs publics dans le financement des PME innovantes est souvent critiqué. Afin de faciliter le financement des investissements de création et d'amorçage par des fonds publics, le gouvernement français a mis en place des fonds d'amorçage destinés à assurer les premiers tours de financement de jeunes entreprises. S'il est encore trop tôt pour tirer un jugement définitif, il semble bien que les fonds se soient heurtés à différents problèmes :

- une conjoncture peu propice au capital investissement : datant de 1999, ces fonds se sont heurtés de plein fouet à l'éclatement de la bulle Internet et le peu d'appétence des investisseurs pour les PME innovantes. Initialement calibrés pour assurer les premiers tours de financement, ils ont dû assurer le financement des projets faute d'investisseurs désireux de prendre la relève.

- une dotation insuffisante : compte tenu de l'agrandissement de la durée de financement des projets, ces fonds ont rapidement été exsangues financièrement.

- l'insuffisance des ressources pour financer ce type de projet. Pour Artus (2005), si l'on veut financer l'innovation, il faut réallouer l'épargne domestique vers des investissements de moyenne durée et peu liquides. En effet, la durée d'immobilisation des fonds dans le capital investissement est de 10 ans. En France, les sociétés d'assurances sont donc les seuls agents économiques susceptibles d'investir dans le capital investissement. Aujourd'hui, des 600 milliards d'euros d'actifs en assurance vie, seule une petite partie est octroyée au capital investissement, le reste étant placé en obligations du Service public, dans l'immobilier et le Cac 40 (Battini, 2004).

Troisièmement, un autre point de blocage provient du degré d'aversion des opérateurs. Après la période faste des années Internet, les investisseurs français semblent privilégier les opérations rentables et sans trop de risques. Le manque d'intérêt vis-à-vis de l'*early stage* et le désintérêt envers les entreprises provenant des fonds d'amorçage illustrent parfaitement cet état d'esprit.

Les différences entre les États-Unis et l'Europe sont-elles surmontables ?

Les différences importantes entre l'Europe et les États-Unis se situent au niveau, premièrement (1), de l'origine des ressources dont disposent les fonds d'investissement, deuxièmement (2), de l'organisation des fonds, troisièmement (3), du taux de rendement du capital investissement, et enfin, quatrièmement (4), de la clôture des investissements en capital investissement.

Les États-Unis restent l'étalon en matière de capital investissement compte tenu des résultats affichés par le capital investissement américain. Il est tentant de dupliquer le modèle américain pour atteindre des niveaux comparables en matière de rendements. En filigrane, c'est donc la coexistence de différents modèles de capital investissement qui est posée. Pour certains, un modèle de capital investissement européen serait en passe d'émerger.

Plusieurs faits semblent jouer en faveur d'une convergence de l'Europe vers le modèle américain.

En premier lieu, avec l'expérience accumulée par les investisseurs et le degré de maturité atteint par le capital investissement, il est probable que la courbe d'apprentissage va jouer dans ce secteur avec un impact positif sur le degré d'aversion au risque des investisseurs. Une meilleure connaissance des « fondamentaux » du capital investissement aura probablement des conséquences dans la sélection des projets de financement, l'implication du capital investisseur dans la gestion au quotidien de l'entreprise (2-3). Autre phénomène à souligner : on observe, comme aux États-Unis, une certaine concentration des investissements dans les secteurs technologiques dans le capital investissement aussi bien à l'échelle européenne que française. Or, c'est principalement dans ces secteurs que le capital investissement américain enregistre ses meilleurs résultats ; c'est donc encourageant pour les performances du capital investissement européen (3). Ces bonnes performances pourraient également inciter de nouveaux investisseurs à intervenir dans le capital investissement (1).

Enfin, la création d'un marché boursier européen devrait avoir un impact positif sur le développement du capital investissement en Europe en créant des options de sortie pour les investisseurs (4) [13].

Certains blocages limitent l'expansion du capital investissement en Europe. Ainsi, dans une étude récente, Da Rin & al. (2005) avancent l'idée que le blocage actuel du capital investissement en Europe ne provient ni d'une insuffisance des financements publics ni d'une absence d'opportunité technologique. En fait, la faiblesse du capital investissement européen provient d'un environnement qui rend difficile la création d'une entreprise. Pour les auteurs, plutôt que de débloquer des fonds pour aider au financement de PME innovantes, les gouvernements doivent s'atteler à travailler en profondeur en produisant un environnement favorable à la création d'entreprises. Aujourd'hui, l'empilement des textes et des dispositifs de financement contribue plutôt à complexifier les démarches en matière de création d'entreprise [14].

En second lieu, il sera intéressant de mesurer l'impact d'une contractualisation accrue entre les différentes parties prenantes sur la dynamique d'évolution du capital investissement européen. Compte tenu des différences juridiques entre les États-Unis et l'Europe, il semble difficile de dupliquer à l'identique des arrangements contractuels. Or, de la capacité des acteurs européens à développer leur propres outils dans le respect des contraintes réglementaires, dépendra la capacité des acteurs à gérer les conflits inhérents au capital investissement (Bottazzi & Da Rin, 2003, 2004).

Conclusion

Aujourd'hui, le capital investissement européen et français est à la croisée des chemins. En forçant le trait, l'Europe ou la France peuvent choisir de vivre sur leurs stocks de PME en se spécialisant dans les opérations de rachat et de LBO ou l'industrie du capital investissement peut décider d'investir dans l'avenir en augmentant la proportion d'investissements d'amorçage. La première stratégie est gagnante sur le court terme. En effet, ces opérations sont rentables, elles fournissent des taux de rendements importants et contribuent à rendre plus efficace les entreprises après réorganisation. En soi, la spécialisation dans les opérations de rachat ou de LBO ne pose pas de problèmes si le réservoir d'entreprises susceptibles d'être réorganisées reste inchangé. En effet, les opérations de rachat et de LBO observées aux États-Unis dans les années quatre-vingts n'auraient pas eu lieu si des investissements dans le *seed investment* ne s'étaient pas produits à la fin des années soixante-dix. Aujourd'hui, si les opérations de LBO représentent une part importante du capital investissement américain, c'est avant tout grâce aux investissements importants qui ont eu lieu à la fin des années quatre-vingt-dix. En Europe, la tendance est similaire avec des opérations de rachat et de transmission représentant 70 % de l'activité. Or, cette tendance ne pourra pas se prolonger éternellement en Europe. En effet, l'Europe, du fait de la faiblesse des montants investis dans le capital investissement dans les premiers stades, ne reconstitue pas une population de PME innovantes. De même, l'étroitesse des marchés et la concurrence entre les investisseurs pourraient fortement réduire les bénéfices tirés de ces opérations puisque les investisseurs pourraient payer chèrement leurs cibles.

Plus fondamentalement, cette relative spécialisation est discutable si l'on s'intéresse au financement des PME innovantes. La seconde stratégie, basée sur l'augmentation des investissements d'amorçage, fait largement appel à la fibre entrepreneuriale du capital investisseur. Il s'agit d'investir dans des projets à la rentabilité incertaine et nécessitant un niveau d'implication important de la part des investisseurs pour espérer introduire une entreprise en Bourse. Aujourd'hui, ce type d'investissement ne correspond pas au profil-type des projets dans lesquels s'engage le capital investissement européen. Pourtant, il ne s'agit pas de réinventer la roue dans tous les cas. En effet, l'une des forces du capital investissement américain est de rendre une technologie opératoire et d'accélérer la mise sur le marché du produit.

Tableau 1

Investissements dédiés au capital investissement (en milliards de dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
États-Unis	11,323	7,318	18,001	21,594	31,609	41,739	49,853	71,738	102,842	125,854	182,810	82,640	30,281	40,210	63,437
Europe	5,81	5,18	5,45	4,01	7,94	5,75	10,10	22,67	22,77	27,06	44,25	35,78	25,94	30,52	30,67

Source : EVCA, NVCA

Tableau 2

L'investissement en Venture Capital en 2002

	Venture Capital Investissement (€ MOI), 2002				Variation (%) 2001-2002			
	Seed	Start-Up	Expansion	Total	Seed	Start-Up	Expansion	Total
Belgique	7.5	101.3	110.3	219.1	-72.6	41.5	-45.1	-27.0
Danemark	61.1	76.5	96.8	234.4	2.5	-17.0	-34.3	-21.6
Allemagne	76.8	484.0	783.0	1.343.770	-55.4	-50.7	-49.6	-50.4
Grèce	1.3	11.7	32.4	45.4	37.4	-61.8	-45.9	-16.6
Espagne	13.0	93.1	623.2	729.4	176.1	-12.3	-18.3	-9.8
France	50.1	350.9	755.4	11156.5	66.4	-34.2	4.9	-9.8
Irlande	1.8	25.6	75.9	103.3	64.2	-29.9	-12.2	-16.7
Italie	30.3	34.3	805.4	870.0	41.4	-87.3	8.1	-16.1
Pays-Bas	8.0	193.4	646.9	848.3	531.6	5.8	-13.2	-8.7
Autriche	5.2	22.3	88.2	115.7	-31.9	-34.2	2.6	-9.2
Portugal	0.0	10.2	51.3	61.6	85.7	-35.9	-10.1	-15.7
Finlande	19.5	79.2	188.4	287.1	-21.6	-31.4	160.8	35.0
Suède	9.7	239.4	300.1	549.1	-59.1	11.4	-54.8	-39.2
UK	8.2	590.2	1945.0	2543.3	-93.5	-26.6	12.0	-4.6
Eu-15	292.4	2312.2	6502.3	9106.9	-5	-33.7	-14.9	-21.7
Rép.Tchèque	0.0	0.5	28.2	28.7	-100.0	-91.9	42.1	8.3
Hongrie	0.0	2.4	8.3	10.6	-100.0	-84.9	-20.6	-59.3
Pologne	0.0	9.8	53.7	63.5	-100.0	-56.9	-27.4	-35.8
Slovénie	0.2	0.6	2.1	2.9	371.6	-79.0	-64.1	-66.4
ACC	0.2	13.2	92.2	105.6	-92.5	-72.6	-16.1	-34.0
EU-25	292.6	2325.4	6594.5	9212.6	-134.0	-105.7	-31.0	-55.7
Suisse	0.1	131.6	143.0	274.6	-99.7	171.0	67.0	71.3
Islande	0.5	1.6	10.7	12.8	7870.2	-72.6	-13.4	-30.1
Norvège	11.9	61.3	115.1	188.2	566.1	-3.7	-27.7	-16.2
EFTA	12.5	194.5	268.7	475.7	-55.5	64.6	4.5	17.9
Roumanie	0.0	2.4	5.9	8.3	0.0	54.6	-62.1	-51.3
États-Unis	321.3	4310.8	14067.0	18699.1	-65.1	-58.4	-45.3	-49.4
Japon	-	4584.7	1311.8	5896.5	-	-10.7	11.6	-6.5

Source : Commission européenne Key Figures 2003-2004 (2004)

Notes

1. *Notons que l'agenda de Lisbonne prévoyait que, en 2010, deux tiers des dépenses de R & D seraient financés par le secteur privé.*

2. *C'est le cas par exemple dans les biotechnologies où les premiers essais cliniques donnent un aperçu initial des possibilités d'un projet.*

3. *Organisation de coopération et de développement économiques*

4. *Cependant, comme le montre Poterba dans un modèle, le taux d'imposition sur le capital influe plus du côté de la demande de fonds que du côté de l'offre. Autrement dit, un faible taux d'imposition conduit à susciter des vocations à entreprendre et entraîne la multiplication des projets à financer pour les investisseurs et in fine le développement du capital investissement.*

5. *Si les fonds de pension ont les moyens de collecter une information financière de bonne qualité par leurs propres moyens, ils demandent souvent un niveau d'information élevé aux entreprises.*

6. *Pour un survey récent voir Tykvova (2000).*

7. *Dans ce cadre d'analyse, la qualité de relation entre les deux partenaires est organisée par un contrat. Plus ce contrat sera complet, plus la qualité de relation sera bonne. En revanche, la rédaction d'un tel contrat est coûteuse pour les parties. Dans les faits, il est impossible de spécifier par contrat toutes les contingences. Par conséquent, il existe une asymétrie d'information incompressible entre les parties du contrat.*

8. *Signalons toutefois que l'accroissement du nombre d'investisseurs peut avoir un impact important sur le niveau d'exigence et de rémunération des investisseurs. En effet, lorsque l'intensité de la concurrence augmente entre les investisseurs, la rentabilité des projets d'investissement et le pouvoir de négociation (bargaining power) des investisseurs vis-à-vis des entrepreneurs peuvent être affectés significativement puisque les projets les plus intéressants sont convoités.*

9. *Avec le découpage des flux financiers, les investisseurs peuvent rapidement modifier leur stratégie d'investissement. Cela est capital puisque des enquêtes montrent que les investissements se concentraient plutôt dans les entreprises innovantes qu'imitatrices.*

10. *Ces mécanismes ont toutefois montré leurs limites à l'orée des années 2000. En effet, la multiplication des plans de stock-options a probablement favorisé les tricheries comptables. À la lumière de ces expériences, il semble que ces mécanismes doivent être utilisés avec parcimonie par les investisseurs.*

11. *Dans le même laps de temps, le montant des investissements américains en capital investissement est passé de 11,3 à 63,4 milliards de dollars.*

12. *Megginson (2002) note (p.25) : « For a mix or cultural reasons, European venture capital funds are rarely if ever organized as stand-alone limited partnerships sponsored by specialist venture capital firms staffed by technically trained professionals, as in U.S. model. »*

13. *Cela est d'autant plus important que certaines Bourses européennes créées sur le modèle du Nasdaq ont disparu lors de l'éclatement de la bulle Internet.*

14. *L'ANRT (Association Nationale de la Recherche Technique) souligne dans un récent rapport que « les mécanismes d'aides sont très nombreux, lacunaires, dispersés et peu lisibles ».*

Bibliographie

ANRT, « Propositions pour favoriser le développement des entreprises innovantes », résultats du groupe de travail FutuRIS, juin, 2005.

ARTUS, P., « L'épargne des ménages est mal utilisée dans la zone euro », Ixis, flash n° 229, 2005.

BATTINI, P., « Le capital investissemnent en France et en Europe en 2004 », Andese, 2005.

BLACK B. & GILSON R., « Venture Capital and the Structure of Capital Markets : Bank Versus Capital Markets », Journal of Financial Economics, 47, pp. 243-277, 1998.

BOTTAZZI, L., & DA RIN, M., « Financing Entrepreneurial Firms in Europe : Facts, Issues, and Research Area », CESIFO Working Paper, n° 958, 2003.

BOTTAZZI, L., & AL, « The Changing Face of the European Venture Capital Industry : Facts and Analysis », *Journal of Private Equity*, vol. 8, n° 1, 2004.

COMMISSION EUROPEENNE, « Key Figures 2003-2004. Towards a European Research Area. Science, Technology and Innovation », 2004.

COMMISSION EUROPÉENNE, « Key Figures 2005 on Science Technology and Innovation. Towards a European Research Area », 2005.

DA RIN M. & AL., « Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets », European Central Bank Working Paper Series, n°430, Janvier, 2005.

GILSON, R., « Engineering a Venture Capital Market : Lessons from the American Experience, Stanford Law Review », 2003.

GOMPERS, P., & LERNER, J., « Venture Capital Distributions : Short-and Long-run Reactions », *Journal of Finance*, 53, pp. 2161-2183, 1998.

GOMPERS, P., & LERNER, J., « The Venture Capital Revolution », *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 145-168, 2001.

GOMPERS, P., « The Rise and Fall of Venture Capital », Business and Economic History, vol. L, n° 5, 1994.

HEGE, U., & AL, «Determinants of Venture Capital Performance : Europe and the United States », Working Paper, HEC, 2003.

HEGE, U., « Le financement et l'évaluation des start up Internet », *Revue économique*, vol. 52, pp. 291-312, 2001.

HELLMANN, T., & PURI, M., « The Interaction Between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital », *Review of Financial Studies*, 13, pp. 959-984, 2000.

HELLMANN, T., & PURI, M., « Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms : Empirical Evidence, *Journal of Finance*, 57, pp. 167-197, 2002a.

HELLMANN, T., & PURI, M., « On the Fundamental Role of Venture Capital », Federal Reserve Bank of Altanta, *Economic Review*, Fourth Quarter, pp. 23-27, 2002b.

JENG, L., & WELLS, P., « The Determinants of Venture Capital Funding : Evidence Across Countries », *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 241-289, 2000.

LERNER, J., « The Syndicalisation of Venture Capital Investments », Financial Management, 23, pp. 16-27, 1994.

LERNER, J., « Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms », *Journal of Finance*, 50, pp. 301-318, 1995.

MEGGINSON, W., « Towards a Global Model of Venture Capital ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, n° 1, 2004.

OCDE, « The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries : Implications for Measurement and Policy », STI Working Paper, 72000, 2000

SCHERTLER A., « Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe : A Dynamic Panel Data Analysis », Working Papers n°1172, Kiel Institute for World Economics, 2003.

ROMAIN, A., & VAN POTTELSBERGHE, B., « The Determinants of Venture Capital : Additional Evidence », Discussion Paper, n° 19, Deutsche Bundesbank Data Analysis, Kiel Working Paper, n° 1172, 2004.

UEDA, M., « Banks versus Venture Capital : Project Evaluation, Screening, and Expropriation », *Journal of Finance*, vol. LIX, n° 2, April, pp. 601-621, 2004.

INTERVIEW

Dominique Senequier

Présidente du directoire, Axa Private Equity

Risques : On entend parler ici ou là de risque de bulle financière, d'insuffisance de rendement sur le marché du capital-investissement. Quelle est la situation aujourd'hui en France de l'investissement dans le non-coté ?

Dominique Senequier : La bulle financière n'est pas propre au *private equity*... Il faut se souvenir que, lorsque les marchés financiers ont explosé en 1992, le phénomène a essentiellement touché le secteur immobilier. La première faillite en 20 ans a été celle du marché immobilier. Ainsi, les taux d'intérêt bas créent avant tout une bulle d'argent colossale. Mais, en général, cela provoque une déflagration importante qui s'attaque le plus souvent en premier lieu à ce secteur. Aujourd'hui, dans certains quartiers de Paris, les prix de l'immobilier s'affichent à 20 000 € le m2 ! Que s'est-il donc passé en 1992 ? D'abord, les assureurs ont vendu beaucoup d'immobilier... Peut-être trop pour certains, et à des prix trop bas. En plus, ils ont surtout vendu leurs actifs non cotés qui étaient de bons produits et donc facilement cessibles. Je vous rappelle que ceux qui ont racheté ces portefeuilles, comme en particulier ceux du Gan, ou encore de l'UAP, ont fait des profits très significatifs. Il faut savoir que le portefeuille de non-coté du Gan a fait, suite à sa vente, une part substantielle des profits du crédit national pendant deux ans de suite. On ne peut donc pas dire que la bulle avait affecté la qualité du portefeuille du non-coté. Lorsqu'il y a une bulle, c'est qu'il y a trop de liquidités dans le système financier, et ce trop de liquidités affecte plusieurs types d'actifs. Comme le non-coté n'est pas en termes de volume le plus important, il l'affecte plutôt moins que d'autres secteurs.

Risques : Il y a eu plusieurs articles de presse, y compris de la part d'économistes, s'inquiétant de l'arrivée d'énormément de liquidités sur le non-coté.

Dominique Senequier : Il y a deux sujets différents. Il y a un sujet qui n'est pas le niveau des prix, mais la nouvelle visibilité de cette classe d'actifs. Cette année, par exemple, ont été levés 300 milliards sur le non-coté et on commence à avoir des fonds unitaires de 12 milliards... Cela signifie que ces fonds peuvent s'attaquer à une grosse partie de la Bourse. Et, en s'attaquant à des entreprises de large taille cotées en Bourse, ils deviennent très visibles ; forcément, en devenant visibles, ils dérangent les gérants traditionnels. Ces financiers sont souvent des gens très compétents et ont des avis très affirmés sur la valeur des entreprises ; ils ont généralement l'expérience industrielle d'actionnaire majoritaire. Ils sont donc capables de comprendre ce qui fonctionne ou pas. Il s'agit d'une poignée de gens dans le monde. Ces experts sont responsables d'entreprises qui faisaient souvent plus de 5 à 6 milliards de ventes et, quand ils font deux à trois fois la mise sur ces entreprises, ils savent d'où est venu le bénéfice. Évidemment, en s'attaquant à la Bourse, ils dérangent.
Certains pensent qu'il vaudrait mieux que cela s'arrête facilement et rapidement, ainsi ils n'auront pas à produire un investissement intellectuel pour comprendre comment çà marche !

Risques : Les montants investis en France dans le capital-investissement restent modestes par rapport à ce que l'on observe outre-Manche ou outre-Atlantique. À quoi attribuez-vous cette frilosité du marché français ?

Dominique Senequier : Il faut comprendre ce que l'on compare. Pourquoi les montants investis sont-ils plus forts outre-Manche et outre-Atlantique ? Tout simplement parce qu'il y a des fonds de pension. Les fonds de pension américains, qu'ils soient du gouvernement pour leurs fonctionnaires ou bien les fonds de pension d'IBM,

de Kodak, de General Motors, n'ont pas de règles intérieures dans l'allocation d'actifs – à la limite, ils pourraient mettre 100 % de *private equity*. Par contre, en réalité, ils mettent entre 10 et 15 % en *private equity*. En Angleterre, des entreprises telles que British Telecom ont du *private equity*, mais moins de 15 %, plutôt 8 %. Le marché anglais est déjà plus frileux que le marché américain qui, lui, est en avance.
Ensuite, dans le reste du monde, que vous passiez par le Moyen-Orient ou Singapour, tous les grands investisseurs en *private equity* sont des *gouvernement's agency*, des gens qui managent les réserves de l'État (des portefeuilles unitaires qui valent entre 10 et 20 milliards d'euros).
En Europe, il y a un seul gros intervenant : Alpinvest, (aussi important que Calpers & Calsters en *private equity)*. Alpinvest est la branche *private equity* d'un très grand fonds PGGM ABB qui fait environ 250 milliards d'euros de gestion ; son portefeuille de *private equity* est de plus de 20 milliards d'euros, soit plus que tout le FRR.
Ainsi, il faut savoir que les assureurs dans le monde sont très marginaux en *private equity* parce qu'il y a des règlements internationaux extrêmement lourds qui font que, soit ils sont taxés au travers de leurs ratios de représentation des réserves techniques, soit la règle du « *mark to market* » fait qu'il y a une incidence directe sur les fonds propres. Donc, aux États-Unis par exemple, il y a un certain nombre de sociétés d'assurances qui ne peuvent avoir que peu de portefeuilles-actions. Pour cette raison, ils sont obligés d'avoir quelquefois seulement des portefeuilles de taux. Étant donné qu'ils ont peu de portefeuilles-actions, ils ont quelquefois des portefeuilles en *private equity* sur lesquels ils acceptent d'avoir un problème « *mark to market* » mais qui fait que néanmoins cela dope leur taux de rendement. Si vous avez 90 % à 4 % de rendement et sur les 10 % restant vous avez 20 % sur le long terme, vous faites passer le rendement global au-dessus de 5 % : c'est un impact significatif. En fait, pour les sociétés d'assurances, la vertu du *private equity* est qu'il sur-performe le *stock exchange* de 7 à 8 pts sur une longue période.

Risques : On entend parfois dire en France que l'assurance vie remplacerait les fonds de pension. Pensez-vous que ce soit vrai ? Ou bien est-ce une erreur de perspective parce que c'est un produit relativement encadré par des règles prudentielles très strictes ?

Dominique Senequier : Étant donné que les Français n'ont pas de certitude sur le financement de leur retraite, l'assurance vie remplace pour eux les fonds de pension. L'assurance vie est le produit-phare depuis 40 ans en France.
Prenons un autre exemple, celui du Chili. C'est un si petit pays... et pourtant les fonds de pension y représentent déjà 60 milliards de dollars. Et chez nous, nous n'avons rien ! C'est donc bien l'assurance vie qui est une forme de système de retraite pour les Français.

Risques : À partir d'un portefeuille d'assurance vie, peut-on investir beaucoup en *private equity* ?

Dominique Senequier : Il y a un jeu de contraintes réglementaires très important. Premièrement, la liste des actifs admissibles : les valeurs mobilières, non OCDE, soit 40 % du marché mondial du *private equity*, n'en font pas partie. Que font alors les assureurs ? Ils cherchent à satisfaire la réglementation et passent pour certains par des S A non cotées. Dès qu'on a des S A, on a d'autres règles, des règles de dispersion sur les S A elles-mêmes.
Pourtant la dispersion des actifs au sein des S A est grande.
En Angleterre, c'est bien pire, on est dans les sommets de la contrainte réglementaire. L'ensemble des *partnership* gérés par un gérant affilié à un groupe ne peut pas représenter plus de 5 % tout compris (inclus l'immobilier). C'est un seuil trop bas et qui sous-entendrait que la gestion externe subit moins de contraintes que la gestion interne.

Risques : Nous avons en France une réglementation qui laisse un peu plus d'espace et qui plafonne à 10 % tout ce qui est non coté... C'est un sujet à traiter dans la réforme de solvabilité des assurances.
On entend souvent dire qu'il y a trop de LBO et pas assez de capital-risque. Estimez-vous qu'il y a beaucoup de projets rentables en capital-risque qui ne sont pas réalisés en raison de l'insuffisance des capitaux prêts à s'investir sur ce segment de marché ?

Dominique Senequier : Vous savez que tous les ans se lèvent en FCPI plusieurs centaines de millions d'euros. C'est largement suffisant pour la France. Et, en plus, il y

a des gestionnaires comme Sofinova qui lèvent des fonds de 500 millions d'euros.

Ce qui se passe en France n'est absolument pas un problème d'argent, c'est un problème d'organisation de la recherche et un problème de fossilisation du système. Pour tirer un projet d'un laboratoire, vous avez affaire à un carcan administratif infernal parce que la France a organisé des unités de recherche qui rapportent à plusieurs universités et/ou laboratoires. Et quand vous voulez sortir un projet dans une unité de recherche, en général, il faut négocier avec quatre administrations ! Ainsi, le temps passé là-dessus est tel qu'il émerge chaque année très peu de projets.
L'histoire des pôles de compétitivité est extraordinaire. Il y avait l'unanimité des professionnels du capital-risque pour dire que, en France, il fallait six pôles de compétitivité et l'État en a décidé une centaine !
Si vous voulez, la France vit au-dessus de ses moyens.
Pourquoi nos jeunes quittent la France ? Ils ont des outils de recherche et des installations insuffisants. Si vous créez 150 pôles de compétitivité, ou même 70, vous multipliez vos besoins d'investissement par autant...et, si les budgets ne le permettent pas, vous avez des pôles sous-équipés.

Risques : Donc, au fond, une restructuration de la recherche est le pré-requis pour pouvoir financer et lancer de grandes opérations en France...
Le gouvernement insiste sur l'importance des nouvelles technologies de l'information, des biotechnologies et plus largement de l'innovation. Quel est l'apport du capital-investissement au renouvellement des techniques et des produits dans nos économies contemporaines ?

Dominique Senequier : L'apport du capital-investissement est essentiel parce qu'il n'y a pas de pays dynamiques sans les entrepreneurs. L'entrepreneur, c'est celui qui a envie de partir avec une page blanche, qui a envie de créer. Il n'y a pas de pays sain sans esprit d'entreprise. C'est le problème que va avoir l'Inde. J'ai pu lire dans un journal que 80 % de la population des jeunes de ce pays voulaient être fonctionnaires... C'est comme en France, il y a 15 ou 20 ans, les jeunes voulaient être fonctionnaires.
Pour créer de l'emploi, il faut créer des entreprises... et pour créer des entreprises, il faut du capital-risque. C'est un rôle essentiel.
En France, on manque d'entrepreneurs, pas d'argent. D'ailleurs, la presse ne s'intéresse pas fondamentalement aux entrepreneurs. Lors des divers sondages sur les gens aimés des Français, vous avez l'Abbé Pierre, etc., mais jamais des entrepreneurs...

Risques : On pourrait aussi imaginer d'autres types de financement, justement des financements bancaires.

Dominique Senequier : Les banques sortent du *private equity*. Je vais vous donner l'exemple d'une banque française que je ne nommerai pas... Sur les souscriptions de crédit LBO qu'ils font, ils en cèdent 90 % et gardent 10 % – « *Le private equity* est trop cher en ratio Mac Donnough ».

Risques : C'est combien de temps passé avec un entrepreneur... Quel investissement ?

Dominique Senequier : C'est beaucoup, mais c'est en même temps une relation personnelle forte. Et notre savoir-faire c'est de repérer les gens qui ont l'esprit d'entreprise et de leur faire confiance au-delà de leur projet. « Les projets ne sont jamais mauvais... », c'est une phrase qui circule dans le capital-risque, « ... ce sont les gens qui sont mauvais ou bons. »

Risques : Les assureurs se sont engagés à investir 6 Mds € supplémentaires sur trois ans d'ici fin 2007 dans le non-coté. Tant le capital-investissement français que les assureurs français ont-ils la capacité d'absorber une semblable montée en puissance ?

Dominique Senequier : La lettre de Monsieur de La Martinière était très fine. Jamais quelqu'un de sophistiqué qui lit cette lettre ne lit que cette somme va être investie en France. Dans le monde, il n'y a absolument aucun problème. Les fonds levés cette année, c'est 300 Mds. On peut penser que 2006 va être à peu près égal. De quand à quand va votre engagement ?

Risques : Il va de septembre 2004 à 2007.

Dominique Senequier : Cela veut dire que l'assurance française ferait 0,6 %...

Risques : Donc, c'est faisable, mais au fond c'est faisable parce qu'il faut bien respecter une diversification géographique, et les règles de diversification géographique notamment sectorielles, çà va de soi. Et que tout cela ne soit pas concentré sur un seul marché.
Six milliards, cela fait 1.5 par an, or le marché français fait environ 8 milliards par an.
Ce n'est pas négligeable mais c'est vrai sur les flux dans le passé : l'assurance représentait entre 10 et 15 % selon les années de la levée de fonds.
De votre point de vue, quel est le principal avantage du *private equity* ?

Dominique Senequier : Doper sa performance financière. C'est le challenge de l'assureur de s'équiper pour sélectionner des gérants de *private equity*.
Les gens y ont de fortes personnalités, il y a toutes sortes de choses qui dérangent... On vient d'écrire un Livre blanc sur le *private equity* pour nos clients, les résultats allaient dans ce sens.

Risques : Il y a une vieille tradition entre les assureurs et les contrôleurs d'assurance : les deux mondes s'entendent à peu près pour considérer qu'ils n'aiment pas çà. Est-ce un actif qui est corrélé ? Souvent, un actif, on aime parce qu'il a du rendement, et aussi parce que ce n'est peut être pas le même risque, ou le risque ne se réalise pas en même temps.

Dominique Senequier : Moi, je crois que ce qu'il faut regarder, c'est le rendement long terme. Et sur le long terme, quand on fait 15 % par an en 25 ans…
Souvent, ils n'ont pas fait l'investissement intellectuel que cela représente. Ceux en France qui l'ont fait sont devenus d'une sophistication en *private equity* comme vous ne pouvez pas l'imaginer.
Je m'étonne que les assureurs n'aiment pas : j'ai fait de l'actuariat et je prétends que c'est un métier d'actuaire, le *private equity* n'est pas un autre métier que celui d'actuaire... C'est *cash in/cash out*/taux de rendement. Je n'ai pas beaucoup de succès quand je dis cela dans mes équipes parce qu'ils tombent amoureux des participations industrielles... Mais ce n'est pas le métier. Le métier c'est *cash in/cash out*.

Risques : Du fait des réticences traditionnelles des autorités prudentielles à l'égard de ce genre d'actifs, les assureurs étaient jusqu'à présent plutôt sous-investis en capital-investissement. Quelles recommandations feriez-vous aux nouveaux venus qui décident de franchir le cap et d'investir dans le capital-investissement ?

Dominique Senequier : Je fais des louanges au FRR. Ce sont de très grands professionnels en matière de gestion d'actifs. La première chose à définir, c'est « combien j'en veux », et pour un assureur ce serait « dans quel véhicule je le mets et combien j'en mets ». Une fois que cela est dit et défini, il faut faire son choix par monnaie : « Qu'est-ce que je veux en dollars ? Qu'est-ce que je veux en euros ? ». Ensuite, on dit : « Est-ce que je peux faire une part au secondaire ? » parce que le secondaire représente un gros intérêt, celui d'acheter des portefeuilles qui sont déjà mûrs. On a de l'information et des retours de cash rapides et cela permet, de fait, de financer d'autres choses.

Risques : Même pour des petits portefeuilles, on peut faire une telle opération ?

Dominique Senequier : Le petit assureur donne un mandat à quelqu'un. Quelqu'un nous dirait : « Gérez-nous 50 millions. », nous le ferions, et disperserions le risque. Il ne faut pas qu'il le fasse lui-même, mais qu'il le confie à un gestionnaire de *private equity top quartile*.

Risques : Y a-t-il une autre règle, par exemple pour lire les performances ? Parce que vous disiez que dans les équipes, l'important, ce sont les personnes... Les équipes, ce sont les performances. Souvent, sur le marché français, on trouve des performances brutes, mais pas des performances nettes...

Dominique Senequier : Il faut que les assureurs soient d'une exigence colossale sur la transparence et la réalité des chiffres fournis. Nous devons être aux normes mondiales et ce n'est pas un hasard si on a autant de succès sur les marchés étrangers, c'est parce qu'on s'est mis aux standards internationaux. Et on fait preuve d'une grande déontologie. On a compris que le marché de levée de fonds est un marché mondial.

Risques : L'absence d'un large marché des *small Caps,* qui est le débouché naturel du capital-investissement, se fait cruellement sentir. Certains voient d'ailleurs la multiplication des opérations de LBO aujourd'hui en France comme liée à cette absence de second marché...
Que recommanderiez-vous pour améliorer l'équilibre du marché en la matière et quelle place voyez-vous à cet égard pour Alternext ? Le Cac 40 d'il y a 15 ans n'a plus rien à voir avec le Cac 40 d'aujourd'hui ?

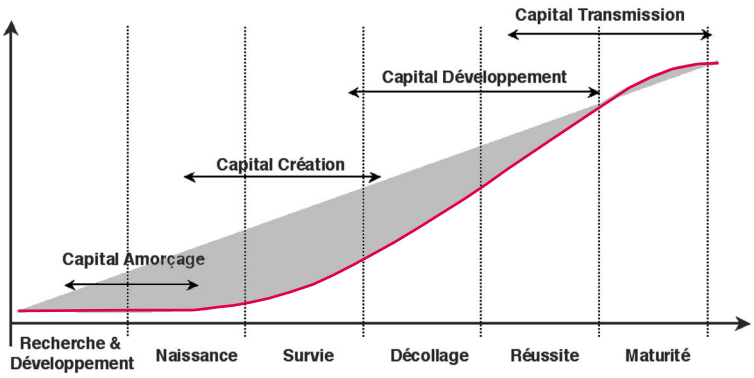
Dominique Senequier : Les LBO seront dans le Cac 40 bientôt. Il faudrait vingt sociétés de plus de 70 milliards de capitalisation pour être une bourse de niveau mondial. On ne les a pas. Quelqu'un qui a un gros portefeuille français en ce moment a de la valeur. Nous sommes en plein dans une recomposition mondiale des marchés.

Annexes

(source Axa Private Equity – novembre 2005)

Le Marché Direct

- Le marché du direct représente l'ensemble des fonds ou structures qui investissent en direct dans le capital de sociétés non cotées. Ce marché est divisé en 4 sous-ensembles :



L'Activité Fonds de Fonds

- **Fonds de Fonds Primaire**

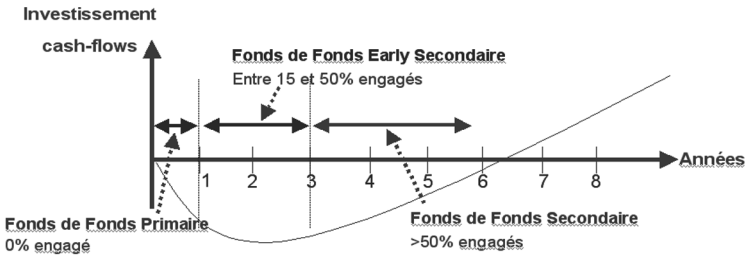
  Investissement dans des fonds de *Private Equity* au moment de leur constitution

- **Fonds de Fonds « Early Secondaire »**

  Rachat de position dans des fonds de *Private Equity* déjà investis à hauteur de 15 à 50 %

- **Fonds de Fonds Secondaire**

  Rachat d'intérêts dans des fonds de *Private Equity* «matures», c'est -à-dire investis à plus de 50 %



Une classe d'actifs en forte croissance

- A titre d'exemple, les fonds de pensions anglo-saxons allouent une part de plus en plus importante de leurs actifs au *Private Equity*

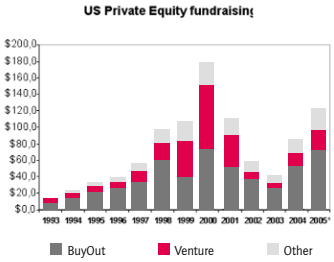
	Private equity alloc. %
Fonds de pensions privés :	
Walt Disney	25,0%
GTE	15,0%
KeySpan	15,0%
Bayer (US)	15,0%
BP Amoco	10,0%
American Airlines	10,0%
Coca Cola	10,0%
IBM	10,0%
Michelin Tire (US)	10,0%
General Electric	7,8%
Exxon	5,0%
Dupont	5,0%
SC Johnson	4,9%
Compagnies d'assurance :	
AMP Society (max)	10,0%
SunAmerica (AIG)	10,0%
American Bankers Insurance	5,0%
Liberty Mutual Insurance	5,0%

	Private equity alloc. %
Fondations :	
Denison University	44,9%
Princeton (Nassau Capital)	25,0%
Yale	20,0%
Mayo Foundation	15,0%
MacArthur Foundation	10,0%
Cornell	8,0%
Fonds de pensions publics :	
Washington State	15,0%
Oregon State Treasury	15,0%
Virginia Retirement System	15,0%
Massachusetts PRIM	8,0%
Michigan Department of Treasury	7,5%
San Francisco City & County	7,0%
California Public Employees	6,0%
District of Columbia Retirement	5,0%
British Columbia MOF	5,0%
Florida	5,0%
Wisconsin	5,0%

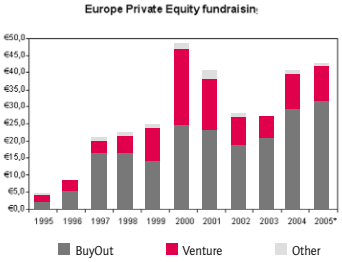
Source: Asset Alternatives Inc. 2000

Le marché du *Private Equity*

Aux États-Unis



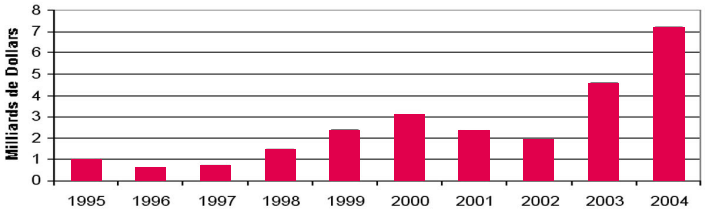
En Europe



- 2000 - Forte augmentation des fonds levés notamment dans le Venture
- 2005 - Forte augmentation des fonds levés mais essentiellement en Buyout

Évolution du marché secondaire

Volume des transactions secondaires



Source: Private Equity Analyst, Cogent Partners.

- **2004 année record pour les activités secondaires** – 7,2 Milliards de dollars de transactions enregistrées, soit une augmentation d'environ 60% depuis 2003
- Plusieurs transactions de petite ou moyenne taille ne sont pas communiquées
- Le marché est porté par :
  - les nouvelles règles comptables et de consolidation
  - une meilleure valorisation par les vendeurs
  - l'augmentation du nombre de grosses transactions (DPL – 1,2 milliard d'euros, Dresdner – 1,1 milliard de dollars, Crédit Agricole – 600 millions de dollars…)

TRI* des fonds européens créés entre 1980 et 2004

STAGE	Pooled (IRR%)	Top Quartile (IRR%)
Early Stage	0,20	14,90
Development	8,20	18,70
Balanced	7,90	21,30
All Venture	6,00	18,60
Buyouts	12,30	28,70
Generalist	8,70	12,30
All Private Equity	9,50	23,30

Source : EVCA Symposium London, 16 – 17 June 2005

* TRI net investisseur depuis la création des fonds jusqu'au 31/12/2004

Grande dispersion des performances entre les fonds top quartile et la moyenne

Le choix des meilleurs gérants est essentiel compte tenu de l'écart entre le top quartile et la moyenne

TRI* par segments

STAGE	1 Year IRR	3 Years IRR	5 Years IRR	10 Years IRR	20 Years IRR
Early Stage	-1	-8,8	-5,5	-0,6	0,2
Development	9,2	-5,4	-0,3	9,4	8,3
Balanced	0,5	-5,7	-0,9	10,3	8
All Venture	2	-6,6	-2,3	6,3	6
Buyouts	22,8	2,6	5,7	12,5	12,3
Generalist	10,6	-4,9	0,8	10	8,7
All Private Equity	17,7	-1	2,8	10,4	9,5

Source : EVCA Symposium London, 16 – 17 June 2005
*TRI en % net de frais de gestion, de frais annexes et de carried

Les fonds de Buy-out *sur-performent* le *Private Equity* dans don ensemble

4.

Études et livres

CHEA

■ Thierry Dubocage,
Le prêt viager hypothécaire

Études

■ Pierre Martin
Fourastié et l'assurance française au XXe siècle

■ Julien Husson
Risk management à l'hôpital : vers un modèle pour le manager hospitalier

■ Marc Nabeth
Réduire la vulnérabilité des populations « pauvres » par la microassurance

Livres

Mathématiques de l'assurance non-vie
de Michel Denuit par Gilles Bénéplanc

Le prêt viager hypothécaire

Thierry Dubocage [1]
Directeur financier, Axa Cessions

Du neuf sur le front des compléments de retraite ? Peut-être, grâce à un produit en pleine expansion dans les pays anglo-saxons et bientôt possible en France : le prêt viager hypothécaire (« PVH »).
Ce concept repose sur un principe simple : utiliser sa résidence, tout en l'occupant, pour en tirer un complément de revenu. Il ne s'agit pas d'une vente en viager, mais d'un prêt bancaire hypothécaire. Ce produit devrait prendre sa place dans l'offre des acteurs de la retraite.

L'offre est pour le moins alléchante : « Empruntez et ne remboursez jamais ! ». C'est le principe du PVH. L'emprunteur est propriétaire d'un logement qu'il occupe. Le prêteur, une banque ou un assureur, accorde un prêt *in fine* : principal et intérêt sont remboursables à terme. Le terme est incertain car le prêt est viager : c'est à la mort de l'emprunteur que le prêteur exercera l'hypothèque qu'il détient sur la résidence pour se rembourser. Au décès de l'emprunteur, ses héritiers pourront choisir de rembourser la dette ou bien de laisser le prêteur exercer son hypothèque. Si le produit de la vente excède le montant de la dette de l'emprunteur, le surplus ira aux héritiers. Si le produit de la vente est insuffisant pour rembourser la dette, le prêteur assume seul la perte. L'emprunteur perçoit la valeur du prêt sous forme d'un versement unique, d'une ligne de crédit ou bien d'une rente viagère (en achetant une rente avec la valeur du prêt).
Après un examen des variables du produit nous regarderons ses applications à l'étranger.
Le PVH s'est diversement développé dans une série de marchés majoritairement anglo-saxons : Royaume-Uni, États-Unis, Canada, Australie, Japon. Nous examinerons les cas des marchés britanniques (l'exemple libéral) et américain (l'exemple étatique).
Nous regarderons les aspects-clés du produit, notamment la protection de l'emprunteur et la gestion du risque du prêteur.

L'activation du patrimoine immobilier, une nécessité

L'allongement de la durée de la vie et le non-remplacement des générations issues du baby-boom conduisent à un déséquilibre croissant entre les populations d'actifs et de retraités. Ces phénomènes contraignent les régimes de retraite – qu'ils soient par répartition ou par capitalisation – à baisser le niveau des pensions. En France, après 2010, la réforme des retraites fera sentir ses effets et se produira un phénomène de paupérisation relative des nouveaux retraités comparés aux anciens.
En France, comme ailleurs, le recours au patrimoine immobilier s'imposera comme source de revenu alternative. L'immobilier représente une part prépondérante du patrimoine des seniors : plus de 50 % du patrimoine des ménages de 60 ans et plus. Environ 65 % des ménages français de plus de 60 ans sont propriétaires de leur résidence. Les seniors auront besoin de ce patrimoine pour compenser la baisse des pensions versées par les régimes traditionnels ou pour faire face aux besoins nés des situations de dépendance.

Les variables du produit PVH

Techniquement, le montant du prêt accordé par le prêteur à l'emprunteur

est l'actualisation de la valeur de revente du bien immobilier. Dans son calcul d'actualisation, le prêteur tient donc compte des variables suivantes :

- le taux d'intérêt

Plus ce taux est haut moins le montant du prêt est élevé. La conjoncture actuelle est donc très favorable au PVH.

- la longévité

Le prêteur estime le temps à courir entre le versement du prêt et la revente du bien. Ce temps dépend de l'espérance de vie de l'emprunteur. Plus l'emprunteur est jeune moins le montant du prêt sera élevé.

- la valeur de revente du bien

Le prêteur estime la valeur de revente du bien. Il tient compte de l'évolution de la valeur du bien entre le versement du prêt et la revente. Plus la valeur de revente est élevée plus le montant du prêt est élevé.

La simulation ci-après applique de façon réaliste les conditions de marché constatées au Royaume-Uni [2].

La valeur des prêts accordés aux emprunteurs paraît faible. C'est le résultat mécanique de l'actualisation de la valeur du bien. Un prêteur de 65 ans ne percevra que 22 % de la valeur de son bien ; à 90 ans il culminera à 52 %.

MAISON (en €)					
Valeur actuelle de la maison	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
Évolution annuelle des prix de l'immobilier	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
VARIABLES DU PVH					
Première marge de sécurité pour le prêteur (% réduction de la valeur de la maison)	15 %	10 %	10 %	10 %	5 %
Valeur nominale du prêt	127 500	135 000	135 000	135 000	142 500
Âge de l'emprunteur	65	70	75	80	90
Taux d'intérêt du prêt	4,5 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
VALEUR DU PVH					
Valeur du prêt	32 502	44 820	52 218	59 791	77 436
Ratio valeur du prêt/valeur de la maison (LTV)	22 %	30 %	35 %	40 %	52 %

Durée moyenne du prêt (= nb d'années d'espérance de vie de l'emprunteur)	23,7	19,4	15,2	11,5	5,8
Valeur de la maison à la mort de l'emprunteur	240 056	220 044	202 660	188 263	168 258
Montant remboursé à la banque	127 500	135 000	135 000	135 000	142 500
Montant versé aux héritiers	112 556	85 044	67 660	53 263	25 758

PVH vs vente en viager

Les concepts du PVH et de la rente en viager se ressemblent mais comportent des différences fondamentales.
Le PVH est une transaction entre une institution et un particulier. Cela lève l'ambiguïté (*votum mortis*) inhérente à la vente en viager et souvent dissuasive pour les vendeurs potentiels.
L'autre grande différence concerne le sort des héritiers. En cas de vente en viager, il y a transfert de propriété ; ce qui n'est pas le cas pour le PVH. Cette différence induit un partage du sort radicalement différent. La variable-clé est ici la longévité du propriétaire (dans un cas vendeur en viager, dans l'autre emprunteur en PVH).
Le sort des héritiers est illustré dans l'exemple ci-dessous.

Longévité	Prêt viager hypothécaire	Vente en viager
Le **propriétaire** meurt rapidement	La **dette** de l'emprunteur sera faible car les intérêts auront peu couru. Le produit de la vente excédera le montant de la dette, le surplus ira aux **héritiers.**	Rien pour les **héritiers**, il y a eu transfert de propriété vers **l'acheteur** en viager.
Le **propriétaire** meurt tardivement	La **dette** de l'emprunteur sera importante, elle excédera le produit de la vente car les intérêts auront couru plus longtemps que prévu. Les **héritiers** ne toucheront rien. Le **prêteur** assumera seul le déficit entre le produit de la vente et la dette.	

Royaume Uni : l'exemple libéral

◆ Des débuts chaotiques, une croissance récente forte

Au Royaume-Uni, le marché de l'« *Equity Release* » (littéralement « libération de valeur ») est né dans les années quatre-vingts. Les premiers prêts ont été conçus en plein climat d'euphorie et de gonflement des bulles immobilière et boursière. Les intermédiaires financiers faisaient aux propriétaires une proposition spéculative : hypothéquer leur résidence, emprunter, pour placer sur les marchés actions. Les emprunteurs devaient ainsi bénéficier de la double croissance des marchés actions et immobilier. Les emprunts étaient à taux variable, suivant la pratique au Royaume-Uni, et l'emprunteur portait seul le risque de dépassement. L'affaire tourna au cauchemar. Le début des années quatre-vingt-dix fut marqué par une combinaison de hausse des taux et d'effondrement des marchés actions et immobilier. Le poids de la dette des emprunteurs augmenta alors que la valeur de leur résidence et de leur investissement en actions chutaient. Le PVH devint synonyme de spéculation et de ruine.

Les ventes de PVH ont repris vers la fin des années quatre-vingt-dix. La pertinence du concept s'est imposée dans un cadre rénové [3] et sécurisé [4]. Les prêteurs ont rendu les produits plus sûrs pour l'emprunteur en assumant les principaux risques :
- les taux d'emprunts sont fixes ;
- le risque de dépassement est assumé par le prêteur seul. On parle de garantie de « *no negative equity* ».

Entre 1997 et 2004, les ventes de PVH ont connu une progression exponentielle annuelle pour être multipliées par 20.
Aujourd'hui, les ventes de PVH ont un comportement semblant amplifier les mouvements du marché immobilier. Elles ont connu un sommet au 3e trimestre 2003 (£ 17 milliards) alors que les valorisations immobilières étaient à leur plus haut et les taux d'intérêt à un niveau historiquement bas. Depuis, les ventes trimestrielles sont tombées dans un creux de £ 6 milliards au 2e trimestre 2004, suite au ralentissement de l'immobilier pour remonter vigoureusement à £ 12 milliards au 4e trimestre 2005 [5]. Certains économistes voient dans le rebond de 2005 l'impact durable de la demande des retraités recherchant un complément de revenu à leur pension.

◆ Les acteurs de l'Equity Release

Les prêteurs historiques sont les *buildings societies* (les acteurs traditionnels du prêt hypothécaire au Royaume-Uni) au premier rang desquelles Northern Rock. Les assureurs leur ont ensuite emboîté le pas. Aujourd'hui, le marché est dominé par Norwich Union avec une part de marché d'environ 40 %. La filiale du groupe Aviva vendait initialement les produits de Northern Rock ; elle a depuis internalisé la production des prêts. Les autres principaux acteurs sont des *buildings societies* et des assureurs (Prudential).
La forte présence des assureurs sur ce marché « bancaire » reflète la relative faiblesse de la bancassurance au Royaume-Uni. Cette faiblesse provient probablement de la nature complexe des produits et du contexte réglementaire de l'assurance. Les intermédiaires d'assurance traditionnels (Independant Financial Advisors) montrent avec le PVH, comme en général, leurs avantages comparatifs sur les guichets bancaires dans la vente de produits complexes.

■ Les États Unis : l'exemple étatique

◆ Un marché en pleine croissance dominé par un programme fédéral, le HECM

Au États Unis, 90 % des PVH vendus rentrent dans le cadre d'un programme fédéral du Department of Housing and Urban Development (HUD, le ministère du Logement), le Home Equity Conversion Mortgage (HECM).
Les prêts HECM, créés en 1989, sont accessibles aux propriétaires âgés d'au moins 62 ans (en moyenne 75 ans) pour leur résidence principale. Les prêts sont distribués par des établissements de crédit et des banques, puis refinancés auprès de Fannie Mae – une « *Government Sponsored Enterprise* », un acteur central du prêt immobilier aux particuliers. Les prêts sont ensuite gérés par des gestionnaires pour compte de tiers, « *Servicers* », dont le principal est Wendover.
L'approche du programme se veut sociale. Les conditions du prêt sont fixées par le HUD. La variable la plus caractéristique du programme HECM est l'encadrement du montant prêté. Il dépend de l'emplacement du bien. Des limites maximales sont fixées annuellement par comté. Pour 2005, les limites variaient de $ 172 632 (zones rurales) à un maximum de $ 312 896 (zones métropolitaines) ; la valeur moyenne des prêts accordés est de $ 280 000.
L'emprunteur peut choisir de recevoir un versement unique, une ligne de crédit (la solution préférée, 2/3 des cas), une rente (à terme fixe ou pour la durée d'occupation dite « Tenure »; le HECM n'offre pas de véritable rente viagère).

Sur les cinq dernières années, la progression des ventes est exponentielle. Les ventes annuelles ont été multipliées par 8 entre 2000 et 2005. Les derniers chiffres disponibles sur les ventes de prêts HECM, ceux du mois d'octobre 2004, établissent un nouveau record avec un taux de progression de 87 % sur octobre 2003. En rythme annuel, le nombre de prêts vendus est d'environ 40 000 [6].
Les alternatives privées au HECM ont peine à se développer. Elles se concentrent sur le segment des propriétaires de biens de grande valeur, ou bien pallient les rigidités du programme HECM.

■ Protection de l'emprunteur

La protection de l'emprunteur est un aspect-clé du produit car le PVH est dangereux à bien des titres :
- il endette l'emprunteur en restant largement indolore (pas de remboursement) ;
- il est destiné aux personnes âgées ;
- il aliène la résidence, le principal élément de patrimoine ;

- c'est un produit complexe et inhabituel... un prêt « à la consommation » fondé sur un « crédit immobilier inversé » ;
- le PVH contient un fort potentiel de risque d'image. Mal vendu, il attirera sur le prêteur le ressentiment dû à un produit allant à l'encontre des valeurs traditionnelles. Le PVH est en effet en contradiction avec les valeurs universelles de transmission du patrimoine et de solidarité entre les générations.

Au Royaume-Uni et aux États Unis, les acteurs du marché et les régulateurs ont mis en place des dispositifs de protection.

Les acteurs du marché britannique sont particulièrement sensibilisés au sujet du *miss-selling*. Le marché a connu des cas particulièrement volumineux et coûteux pour les assureurs, suite notamment à la libéralisation du marché de l'épargne-retraite. S'agissant du PVH, les débuts chaotiques du produit dans les années 1980-1990 accentuent cette sensibilité. Ainsi la grande majorité des acteurs du marché se sont-ils regroupés dès 1991 au sein d'une association destinée à promouvoir un code de bonne conduite, le SHIP (« Safe Home Income Plan » [7]). Le SHIP est un label figurant sur la littérature et les contrats des prêteurs membres. Cette pratique du label de qualité est très courante au Royaume-Uni dans le domaine des produits bancaires et d'assurance. Les assureurs, banquiers et intermédiaires britanniques visent ainsi à rassurer des prospects échaudés par les nombreux scandales de vente abusive. Le code du SHIP, spécifique aux produits *Equity Release*, énonce certains principes relatifs au processus de vente ainsi qu'aux principaux termes du produit :
- présentation des termes du produit : transparence, exhaustivité...
- conseil juridique : règle relative à l'intervention du Solicitor (notaire)
- principe d'un certificat SHIP : présentant notamment les principaux coûts pour l'emprunteur/son bien
- principe de la « *no negative equity* » : pas de risque de dépassement pour l'emprunteur

La Financial Services Authority (FSA) procède à des démarches masquées (« *mystery shopping* ») pour tester les pratiques commerciales et notamment la qualité du conseil des prêteurs et de leurs intermédiaires. Ses premiers jugements sont sévères [8].

Dans le cas du programme américain HECM, la loi fédérale impose aux candidats emprunteurs un passage devant un conseiller financier. Le conseil, spécifique au produit HECM, dure 2 ou 3 heures. Il est prodigué gratuitement par des organismes associatifs habilités et subventionnés par le gouvernement fédéral.
En France, la mise en œuvre du PVH nécessitera des adaptations aux dispositifs actuels de protection de l'emprunteur. Le droit applicable dépend de la nature du prêt.
Dans le cas du prêt à la consommation, le dispositif applicable est celui contenu dans le Code de la consommation (loi Scrivener). Il est cependant restreint aux prêts d'une valeur maximale de € 21 500 et ne concerne pas les prêts passés « en la forme authentique ». Le PVH ne lui serait donc pas soumis.
Le cadre du crédit immobilier concerne les prêt « affectés » à l'achat d'un bien immobilier. Ce n'est généralement pas le cas du PVH.
Les deux dispositifs contiennent cependant les éléments-clés de la protection de l'emprunteur de PVH : le devoir d'information, le formalisme des actes, les délais de rétractation, etc.
La mise en œuvre du PVH nécessite cependant leur adaptation ou bien la formulation de règles spécifiques.
Les prêteurs français pourraient également convenir d'un code de bonne conduite à l'exemple des acteurs britanniques. Une telle initiative limiterait le risque de mauvaise pratique dont les conséquences négatives rejailliraient sur l'ensemble des acteurs.

Le risque du prêteur : le risque de dépassement

Dans le PVH, l'emprunteur n'assume pas le risque de dépassement (ou « *cross over* », la valeur de revente du bien est inférieure à la dette de l'emprunteur = principal & intérêts du prêt).
Ce risque de dépassement est fonction de deux variables :
- la longévité de l'emprunteur : la dette de l'emprunteur va croître avec les intérêts dus au prêteur. Pour le prêteur la longévité de l'emprunteur est un risque.
- la situation du marché immobilier : le prêteur escompte une progression du marché immobilier jusqu'à la vente. Le marché peut se comporter différemment et le prêteur être

contraint de vendre sans pouvoir couvrir la valeur du principal et des intérêts courus.

Dans le programme HECM américain, le risque de dépassement est assumé par le Federal Housing Administration (FHA), une émanation du HUD. Le FHA perçoit une prime de 2 % de la valeur du prêt + 0,5 % de la valeur du prêt par année de durée estimée (le total de la prime annuelle est estimé et déduit à la souscription). Les primes perçues constituent un fonds servant à payer les déficits enregistrés par Fannie Mae, l'institution semi-publique qui finance les PVH du programme HECM.

Au Royaume-Uni, les prêteurs assument seuls le risque de dépassement. Ils ont recours à différentes techniques de gestion du risque.

Les techniques de gestion du risque

Le ratio Loan to value ratio (LTV)
Pour le prêteur, la première prudence consiste à ne prêter qu'une fraction, la plus faible possible, de la valeur du bien. Le ratio valeur du prêt sur valeur du bien hypothéqué doit reposer sur des calculs prudents (taux d'intérêt élevé, longévité élevée, évolution de la valeur du bien modérée) constituant une marge de sécurité pour le prêteur.

Les pénalités de remboursement
Comme dans tout prêt, le prêteur peut négocier/imposer des pénalités de remboursement anticipé à l'emprunteur. Il réduira ainsi le risque de réemploi à un taux inférieur des sommes prêtées.

La titrisation
Les prêts viagers hypothécaires sont assimilables à des obligations zéro coupon. Ils sont titrisables tout comme les autres types de prêts.
Norwich Union a titrisé tout ou partie de sa production de prêts viagers hypothécaires depuis 2001 (cinq émissions de « Mortgage Backed Securities »). Dans une telle opération, tous les risques attachés aux prêts sont transférés aux souscripteurs des obligations. L'émetteur ne conserve aucun risque dans son bilan.
Les marchés financiers ont fait bon accueil à ces titres qui leur procurent une opportunité de diversification.

Quelles perspectives en France ?

Le conseil des ministres du 22 mars 2006 a apporté deux innovations importantes au régime de l'hypothèque en France. La première innovation consistait à rendre l'hypothèque rechargeable, la seconde consiste à introduire en France la formule du PVH.
La motivation du gouvernement tient probablement au potentiel du PVH dans le soutien à la consommation des ménages. Au Royaume-Uni, le PVH est devenu une variable macroéconomique significative. À son sommet historique, au troisième trimestre 2003, le volume de prêts accordés représentait l'équivalent de 9 % du revenu après impôt des ménages britanniques [9]. Cette valeur est essentiellement libérée sous forme de montants forfaitaires ou de lignes de crédit. Le PVH représente donc aujourd'hui une composante importante de la consommation des ménages britanniques.
Au-delà des considérations macroéconomiques, le PVH est une opportunité pour les acteurs de la retraite en France. En tant que produit bancaire, il est une opportunité pour les banques qui sauront maîtriser et promouvoir un produit complexe. Il est également une opportunité pour les assureurs qui profiteront du PVH pour positionner leur plate-forme bancaire sur un produit nouveau et de croissance. Le PVH comporte également des opportunités de vente croisées avec les produits d'assurance. Comme pour les autres prêts, on peut associer au PVH des garanties de prévoyance (capital en cas de vie, etc.). Il peut également être utilisé dans une optique successorale en permettant de transférer la valeur d'un bien immobilier dans un contrat d'assurance vie.
Le PVH présente sans doute d'autres opportunités d'exploitation fiscales à destination des gros patrimoines ; cependant il est essentiellement un produit de nécessité et de maintien du niveau de vie. Le potentiel du PVH est à la mesure des déséquilibres sociétaux et économiques liés à la démographie. Ces déséquilibres ne font encore qu'émerger.

Notes

1. *Pour plus d'informations sur le sujet du Reverse Mortgage et plus généralement sur le thème de l'Economie du Veillissement, l'auteur recommande la consultation des travaux du Silver Life Institute :* www.silverlife-institute.com

2. *L'espérance de vie est basée sur la table TPRV-93, une table générationnelle dont les valeurs centrales correspondent à la génération née entre 1947 et 1952.*

3. *La pertinence du PVH a été soulignée par les travaux de la « Royal Commission on Long-Term Care » (1999) : //www.open.gov.uk/royal-commission-elderly/*

4. *Depuis octobre 2004, le marché du prêt hypothécaire, donc celui de l'Equity Release, est régulé par l'organe de contrôle des services financiers, la Financial Services Authority (« FSA »).*

5. http://www.bankofengland.co.uk/statistics/mew/2005.htm#tables

6. http://www.nrmlaonline.org/Publications/MidMonthReport/2004MidMonthReports/November2004/tabid/493/Default.aspx

7. http://www.ship-ltd.org/code/index.shtml

8. http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/054.shtml

9. http://www.bankofengland.co.uk/statistics/mew/2005.htm#tables - *la production de PVH a atteint £ 17,3 milliards au 3e trimestre 2003, soit 8,9 % du revenu après impôt des ménages, £ 195milliards.*

Note :
Cette chronique prolonge les réflexions du mémoire de fin d'études de l'auteur. La revue *Risques* publie régulièrement les bonnes feuilles de mémoires récents de diplômés du CHEA (8 rue Chaptal 75009 Paris).

Études

Jean Fourastié et l'assurance française au XXe siècle

Pierre Martin

Agrégé d'Histoire, docteur en Histoire

2006. Soixante ans se sont écoulés depuis le début des « Trente Glorieuses » selon la formule heureuse lancée par Jean Fourastié (1907-1990) pour désigner ces trente années de croissance économique exceptionnelles [1]. « Trente Piteuses », « Nouvelles Trente Glorieuses » ou… « Trente Curieuses » [2] résonnent comme autant d'hommages posthumes à un économiste lucide dont un beau volume réédite opportunément les textes les plus notables [3]. Les travaux remarquables de Fourastié ont considérablement aidé économistes et historiens dans l'étude des niveaux de vie (*Le Grand espoir du XXe siècle*, 1949), de la croissance (*Les Trente Glorieuses*, 1979), de la productivité (1952) ou des prix (*Pourquoi les prix baissent*, 1984). Ce corpus renvoie à l'œuvre reconnue de l'universitaire et de l'expert officiel. Il occulte pourtant une œuvre de jeunesse consacrée à l'assurance qui a autant marqué l'Histoire de la branche que l'assurance a marqué Fourastié.

Fourastié et le contrôle de l'assurance

Jean Fourastié est issu d'une famille assez modeste – son père est receveur des contributions – inquiète de la réussite sociale du fils unique. Reçu à Centrale en 1927, il suit un double cursus à la faculté de Droit et à l'École libre des Sciences politiques. Il est ainsi un des rares étudiants français de l'entre-deux-guerres à découvrir Keynes par les cours de Charles Rist [4]. Fourastié ne veut pas devenir ingénieur et découvre l'assurance. Il se présente donc au concours de contrôleur des assurances auquel il est reçu en 1932. Le poste n'étant pourvu qu'en 1934 pour cause de restriction budgétaire, Fourastié entame une thèse de droit, mention économie, soutenue en 1937 et publiée l'année suivante sous le titre *Le Contrôle de l'État sur les sociétés d'assurances* (Dalloz, rééditée en 1944). Remarquée par la profession, elle permet à Fourastié d'être officiellement chargé des textes d'application du décret-loi du 14 juin 1938 qui harmonise enfin une législation disparate. Son travail reste un modèle de limpidité et de mise en perspective historique de l'assurance. Le technocrate – le terme revêt un sens mélioratif dans ces années-là – perce sous le jeune serviteur de l'État : « *Ce décret-loi a pour but essentiel d'unifier le contrôle et d'en simplifier l'application ; s'inspirant dans une très large mesure de la législation suisse des assurances, il vise à doter l'autorité de contrôle de pouvoirs de redressement et d'injonction plus étendus que ceux qui lui étaient autrefois parcimonieusement accordés* » [5]. Fourastié, devenu commissaire contrôleur, souligne que les visites de vérification aux

sièges des sociétés n'ont été légalisées que tardivement par un décret du 27 août 1937. Signe des temps et preuve d'un raidissement de la surveillance qui n'avait jamais cessé d'être depuis la Restauration mais dont l'État s'inquiète désormais du caractère « *a posteriori* ». Si Fourastié note que « *le décret-loi du 14 juin 1938 marque une date dans l'Histoire du droit* », c'est qu'il constate un basculement. Le contrôle s'effectue désormais a priori, via des procédures d'agrément durcies. Le droit des assurances tend également à s'émanciper : « *Le régime nouveau est entièrement indépendant du droit commun des sociétés commerciales ; il est défini par une législation unique et autonome, organiquement instituée en tenant compte à la fois de l'existence du contrôle et de la nature des opérations d'assurance.* » Cette rupture induit logiquement une « *réforme complète et générale du système comptable* », ni plus ni moins que le premier plan comptable de l'histoire de l'assurance française.

Fourastié et la solvabilité des sociétés d'assurance

Le principe du plan comptable est acquis depuis le décret du 29 juillet 1939, applicable à compter de l'exercice 1940, obligatoire *de jure* à partir de 1942. Les sociétés assaillent la direction du Contrôle, transférée du ministère du Travail au ministère des Finances en juillet 1940, tant la préparation des bilans est complexe : nouveaux états, sinistralité opaque dans une France occupée et cloisonnée (Que sait-on du portefeuille ?). La guerre imposera aux entreprises de ne présenter qu'en 1942 leurs premiers bilans harmonisés de l'exercice… 1940. Le directeur des assurances privées en poste dès les années 1930, Cheyneaux de Leyritz, est pour Fourastié le père de la nouvelle législation. Il charge le jeune commissaire contrôleur de le remplacer à la plupart des réunions du Comité d'organisation des assurances mis en place sous Vichy. Fourastié refuse en revanche de participer à une commission franco-allemande dont le but est le recensement des actifs de la branche, préalable à la réquisition au titre du STO (Service du travail obligatoire). Jean Fourastié est bien l'un des artisans du nouveau droit comme de la nouvelle jurisprudence des assurances qui permettent une comparaison bilancielle et partant un contrôle équitable. La solvabilité intéresse en effet Fourastié à plusieurs titres. Commis de l'État, elle est au cœur de sa mission de contrôle. Économiste, il est attentif aux fonds propres des sociétés, gage de leur solidité. Citoyen, il songe à l'intérêt des assurés. C'est dans cet esprit qu'il détaille les nouvelles dispositions, stratégiques à ses yeux. La liquidation est désormais distinguée de la faillite afin de permettre le transfert du portefeuille, cette plus-value latente qu'il appelle « réserve occulte », à un autre acteur du marché, sous la houlette de l'État. Même intérêt de Fourastié pour les fonds propres des sociétés, en contexte de monnaie fondante. « *Tant que la monnaie française vagabondera, on ne peut espérer pour l'assurance qu'une vie végétative.* » lance-t-il en 1948 [6]. L'assurance française « *n'est plus que l'ombre d'elle-même* » puisque la collecte de cotisations ne représente que 1,5 % du PIB, bien moins que la Suisse ou les États-Unis. Fourastié est alors un des rares économistes à dénoncer cette autre « révolution invisible », celle de l'inflation qui ronge les « réserves » réelles des assureurs soumis, qui plus est, à un cycle inverse de production [7]. Parallèlement, Fourastié est chargé de cours au Cnam et à Sciences Po à compter respectivement de 1941 et de 1945 – deux chaires où il a formé des cadres de sociétés d'assurances et d'autres commissaires contrôleurs.

Fourastié et la productivité de l'assurance

En 1945, Jean Monnet, patron du tout nouveau Commissariat général au plan, remarque le petit Que sais-je ?, *L'économie française dans le monde*, que Fourastié vient de publier. Il appelle donc Fourastié à le rejoindre. Monnet estime qu'il est avec Sauvy l'un des rares « *hommes capables de prendre une vue d'ensemble de la situation économique française* » [8]. Très vite Fourastié y devient responsable de la productivité. Le président du Comité interministériel de la productivité compare les gains de productivité dans les trois secteurs de l'économie qu'il est aussi l'un des premiers à étiqueter avec Colin Clark. En 1952, il souligne que « *la majeure partie des services n'a enregistré [dans l'Histoire] qu'un progrès nettement plus lent* » que les secteurs primaire et secondaire. Fourastié remarque que la productivité est le

corollaire du progrès technique. Si aucune innovation ne révolutionne le processus de fabrication, la productivité stagne et le prix du produit ou du service, évalué en temps de travail nécessaire à l'acquisition du produit, ne baisse pas. La croissance de l'assurance des « Trente Glorieuses » est extensive, sur le modèle fordiste. Dans les années 1970 et 1980 encore, des bataillons d'employés de bureau tapaient les contrats et cachetaient les courriers à la main… Pourtant, le même Fourastié constate « La ruée tertiaire » et le glissement constant d'actifs vers ce troisième secteur en raison des gains de productivité qui accompagnent la hausse du niveau de vie. En 1989, Fourastié perçoit « *la croissance de la productivité […] par bonds ; [s'introduisant] par quantité de nouvelles découvertes, par l'informatique…* ». Un an avant sa mort, Fourastié pointait pertinemment la mutation technologique et humaine des services tels que l'assurance désormais liée à la révolution informatique…

Indiscutablement, l'assurance française reste marquée par l'œuvre de Jean Fourastié comme l'assurance a marqué la sienne. Législation, contrôle, solvabilité et productivité sont quelques-unes des clefs d'accès à l'univers de l'assurance léguées par Jean Fourastié auquel on peut encore faire confiance car, comme le rappelle avec justesse Jean Monnet, il « *voyait clair et loin* » [9] .

Notes

1. *Jean Fourastié,* Les Trente Glorieuses ou la Révolution invisible de 1946 à 1975*, 1979.*

2. *Les formules sont respectivement de Nicolas Baverez, Jacques Marseille et de l'auteur de ces lignes dans* Les services dans le monde*, Ellipses, CQFD, 2006.*

3. *Jean Fourastié,* Productivité et richesse des nations*, Gallimard, Tel, 625 p., 2005.*

4. *Jean-Louis Harouel,* « Jean Fourastié : l'homme et sa pensée », Productivité et richesse des nations*, Gallimard, Tel, p. 30, 2005.*

5. Le Contrôle de l'État sur les sociétés d'assurances*, Dalloz, p. 30, 1944.*

6. *Jean Fourastié,* « Les Assurances »*, in* La France économique*, Sirey, p. 379, 1948.*

7. *Cf. notre article paru dans* Risques *n°61, mars 2005.*

8. *Jean Louis Harouel,* « Jean Fourastié : l'homme et sa pensée », Productivité et richesse des nations*, Gallimard, Tel, p.37, 2005.*

9. *Jean Louis Harouel,* « Jean Fourastié : l'homme et sa pensée », Productivité et richesse des nations*, Gallimard, Tel, p.38, 2005.*

Risk management à l'hôpital : vers un modèle pour le *manager* hospitalier

Julien Husson

Docteur en Sciences de gestion [1]

Ifross – Graphos, université Lyon III [2]

Un hôpital tétanisé par le risque

Salles d'urgence bondées, attentes interminables, mauvais diagnostics, surmédication, complications post-opératoires, infections nosocomiales… La liste des événements indésirables hospitaliers est longue. L'aphorisme hippocratique « *primum non nocere* » montre à quel point il a toujours été un grand souci et consacre les bases d'une gestion des risques en des termes témoignant du paradoxe de la médecine potentiellement porteuse de guérison comme de nuisances. Fin 2003, un rapport de la direction générale de la Santé [3] a souligné que les événements iatrogènes surviennent en France dans plus de 10 % des séjours hospitaliers. Le plus connu des événements iatrogènes est l'infection nosocomiale. Elle touche 800 000 patients par an en France pour un coût de l'ordre de 800 millions d'euros. D'autres événements indésirables moins connus sont tout aussi graves. Ainsi, l'iatrogénie médicamenteuse engendre 25 000 morts par an, soit quatre fois plus que les accidents de la route, pour un coût de 2,3 milliards d'euros pour les seuls événements évitables. Si le risque est inhérent à la médecine, et si l'hôpital n'a pas attendu les gestionnaires pour gérer les risques, cette prise en compte des risques n'a néanmoins jamais dépassé le strict périmètre médical. Aujourd'hui, la donne a changé : face au coût abyssal des événements indésirables estimé à plus de 6 milliards d'euros par an soit 10 % du budget des hôpitaux (Claveranne, 2005), à la judiciarisation des relations entre les médecins et les patients, au changement sociétal marqué par une aversion croissante au risque, la fatalité n'est plus la seule explication suffisante des accidents (Borodzicz, 2005). D'événement ingérable, le risque est entré dans le champ de la gestion.

Un hôpital démuni face au risque

L'origine de ces travaux remonte à une confrontation au terrain. Elle émane de notre « surprise » devant l'empirisme voire l'artisanat des hôpitaux face à la gestion des risques. Cette surprise repose, d'une part, sur la perception d'un décalage entre les discours institutionnels sur l'importance de la gestion des risques et les difficultés quotidiennes des hôpitaux, d'autre part, sur le sentiment que le risque quitte progressivement le giron médical et, enfin, sur le sentiment que l'hôpital est lassé par les programmes d'amélioration de la qualité des soins titanesques dont il est difficile de démontrer les impacts. La problématique de ce travail de recherche est articulée autour de l'idée que la gestion des risques peut être un catalyseur du changement si elle suscite l'adhésion conjointe des médecins et des gestionnaires. De la même manière, si elle est globale et intégrée à la gestion globale de l'hôpital, la gestion des risques peut être un moyen de sortir de la spirale fermée de l'amélioration continue de la qualité en ce qu'elle constitue une sorte de « *fenêtre d'opportunité à l'action de changement* » pour le gestionnaire (Mercier, 2003).

Un modèle processuel d'appréhension du risque

Protéiforme, le risque est entouré d'un certain flou conceptuel et d'un vocabulaire technique compliqué (Kervern, 2005). Il renvoie tour à tour à l'aléa, au hasard, à l'incertitude, à l'erreur, à une menace, à un danger, à ses causes ou ses conséquences, en définitive à une multitude de termes souvent confondus. Un retour aux sources disciplinaires qui s'y sont intéressées nous a permis d'en clarifier le champ sémantique. En particulier, les sciences économiques, le droit, la gestion et l'ingénierie ont été investigués.

À partir des différentes acceptions disciplinaires du risque, complétées par des théories transdisciplinaires telles que la théorie cindynique

(Kervern, 1991), la théorie de l'accident normal (Perrow, 1999), la théorie des catastrophes (Thom, 1993), nous avons proposé un modèle conceptuel de définition du risque pour le *manager* hospitalier qui soit pour lui un moyen légitime « d'ouvrir les portes de la boîte noire hôpital » pour reconfigurer les processus et conduire le changement.

Le modèle proposé, et repris par la figure ci-après, intègre les éléments invariants des définitions identifiées dans la littérature, complétés par des critères que les investigations de terrain nous ont permis de déterminer comme pertinents. Dans ce modèle, le risque peut se définir comme la combinaison d'un processus d'enchaînement causal – c'est-à-dire la transformation potentielle d'un système donné à une situation initiale en un système affecté à une situation finale – et d'un processus de qualification social et juridique des conséquences de cette transformation et dont :

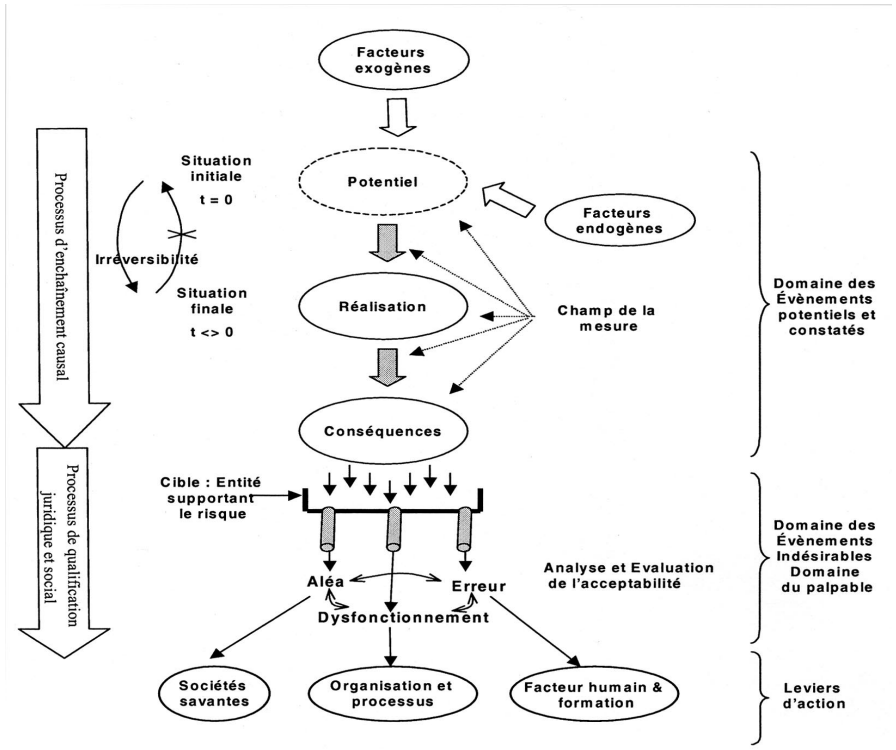
- l'un des attributs au moins se réalisera de manière certaine, plus ou moins prévisible ;
- les facteurs contributifs sont endogènes ou exogènes au périmètre d'analyse considéré ;
- il est possible de donner des mesures probabilistes malgré la difficulté de la métrique du risque ;
- le résultat est non souhaité. Ce résultat correspond à la qualification de la conséquence de la réalisation du risque ; il est appelé événement indésirable. Dans notre modèle, le risque est consubstantiel de la notion d'événement indésirable qui permet au *manager* de « l'appréhender concrètement ». Ce caractère indésirable des conséquences du risque relève d'un processus de qualification des événements selon trois canaux qui permettent la caractérisation du risque en aléa, dysfonctionnement ou erreur.

Le risque relève de **l'aléa** dans le cas où il est statistiquement inévitable, c'est-à-dire dans le cas où le comportement des acteurs relève d'un comportement professionnel prudent et avisé. En termes de gestion, l'aléa relève des sociétés savantes médicales.

Le risque relève de **l'erreur** s'il est lié à une défaillance humaine. En termes de gestion, l'erreur relève de la compétence des individus et de leur formation.

Enfin, le risque relève du dysfonctionnement s'il est lié à l'organisation. Ainsi, en termes de gestion, **le dysfonctionnement** relève de la connaissance des processus et de leur organisation.

Figure 1 :
Un modèle de définition du risque pour le manager hospitalier



Un modèle de gestion

D'après le modèle proposé, gérer les risques débute par la qualification des conséquences du risque dans l'un des trois canaux identifiés. Le risque tel que nous l'avons défini reste une notion abstraite et la façon de l'appréhender par le gestionnaire réside dans l'événement indésirable, dans ses conséquences palpables, délimitables et mesurables. Il apparaît plus facile de cerner le risque par l'expérience – c'est-à-dire de manière relative en comparant les conséquences du risque les unes par rapport aux autres – et de communiquer et sensibiliser autour de l'événement indésirable plutôt que du risque qui demeure un concept flou entouré d'un vocabulaire technique compliqué. Aléa, erreur et dysfonctionnement ne sont pas des éléments isolés mais relèvent d'une combinatoire. Ils ne laissent indifférents ni les médecins – qui y voient systématiquement une possible origine médicale – ni le gestionnaire – qui y voit une source d'inefficience. Ils permettent à ce dernier de trouver une légitimité aux yeux de la communauté médicale pour reconfigurer les processus de l'organisation avec l'objectif affiché d'en maîtriser les risques mais avec plus largement la volonté d'en améliorer la performance. De la même manière que Bouquin (1983) rappelait lors des dérives des prémisses de la comptabilité analytique que « *ce n'est pas les coûts que l'on gère* », le modèle proposé permet de rappeler que ce n'est pas le risque que l'on gère mais l'organisation qui le produit.

Un hôpital malade

Face au défi que constitue la gestion des risques, l'hôpital est en proie au doute. Le doute qui le ronge est plus profond et général que la seule gestion des risques. Il doute, certes, sur sa capacité à maîtriser les risques, mais il doute surtout sur sa capacité à changer pour s'adapter aux nouvelles règles de la tarification à l'activité qui font que l'hôpital va s'auto-produire et devenir, ainsi, le seul garant de sa pérennité. Notre recherche a montré que la gestion des risques, sans prise en compte des spécificités de l'hôpital, était à coup sûr vouée à l'échec (Husson, 2005). Au-delà du modèle de la bureaucratie professionnelle qui le caractérise et des clivages omniprésents entre le monde des administrateurs, du soin, de la guérison et du contrôle, l'hôpital est las des réformes successives qui l'ont traversé et las des solutions de l'importation de concepts qui n'étaient en réalité que des velléités, au pire des incantations (hôpital-entreprise, participation, qualité totale). Trois critères principaux caractérisent les spécificités du chaos de l'hôpital balkanisé qu'il semble nécessaire d'intégrer avant toute tentative de mise en œuvre d'une démarche de gestion des risques hospitaliers.

En premier lieu, l'hôpital est lassé par les démarches qualité telles qu'elles ont été formalisées par la procédure d'accréditation. La lourdeur de la procédure d'accréditation, d'un point de vue institutionnel, a entraîné les hôpitaux dans la décomposition, l'analyse et la formalisation de leurs activités sans toutefois impliquer directement les médecins, voire en les évitant. De ce fait, une scission s'est formée entre la qualité médicale et la « qualité qualiticienne », bloquée dans une spirale fermée de l'amélioration continue qui relève en fait plus d'un « tourbillon » que d'une spirale entraînant des améliorations durables.

En deuxième lieu, si nul n'a besoin de rappeler que l'hôpital subit un « harcèlement textuel » qui a certes permis des avancées majeures en termes de sécurité sanitaire, force est de constater que son application reste très partielle et démontre l'insuffisance du levier réglementaire pour pousser l'organisation hospitalière à changer.

En troisième lieu, que les financeurs soient des institutions caritatives, des fondations ou la puissance publique, l'hôpital a depuis le début de son histoire eu tendance à dépenser plus d'argent qu'il ne lui en était alloué et les médecins ont toujours été peu sensibles aux coûts. Aujourd'hui, avec la mise en œuvre de la « tarification à l'activité », la donne change : l'hôpital dépensera ce qu'il aura gagné et gagnera ce qu'il aura dépensé.

Risk management et changement

L'approche méthodologique proposée se veut être une piste de réflexion pour une articulation entre la dimension instrumentale d'un outil de gestion (une méthode générale de gestion des risques) et la dimension managériale (le changement). Le modèle de gestion des risques élaboré repose sur trois pôles.

Le premier pôle du modèle vise à construire une vision partagée sur les processus de l'organisation puis,

dans un second temps, sur les risques. Cette vision passe par une connaissance et la formalisation des processus de l'organisation. Le risque est vu comme le point d'entrée dans les processus de l'organisation, eux-mêmes vus comme le lieu du changement.

Le deuxième pôle du modèle vise à la reconfiguration des processus. La reconfiguration, rendue légitime aux yeux des médecins au nom de la maîtrise des risques, peut prendre plusieurs formes, la plus lourde étant la transformation profonde du processus de type *reegineering* ou *business process reegineering*.

Le troisième pôle du modèle est celui, fondamental, qui vise à la recherche de pérennité et au pilotage. La réforme de la nouvelle gouvernance hospitalière dite « plan Mattei » – du nom du ministre de la Santé qui l'a initiée – préoccupe et occupe l'hôpital à un moment où le temps médical est rare. Même si les hôpitaux se mobilisent autour de la gestion des risques, celle-ci n'est pas leur préoccupation première et s'inscrit dans un contexte de réformes larges destinées à faire évoluer l'organisation hospitalière pour répondre à la nécessité de lutter contre les rigidités et le cloisonnement qui pèsent sur le fonctionnement de l'institution. Si la théorie du gouvernement d'entreprise reste à construire (Charreaux, 1997), la gouvernance hospitalière est, elle, embryonnaire et ses fondements reposent sur deux grands principes incarnés par la rénovation des instances et la clarification des compétences matérialisée en particulier par un renforcement des fonctions du conseil d'administration, en matière d'évaluation et de contrôle, et par une simplification d'organisation et de procédures en créant des pôles d'activités médicaux sous une codirection médico-gestionnaire. Cette évolution culturelle vers une cogestion administrative et médicale se révèle être une opportunité pour la mise en œuvre de démarches de gestion des risques.

Un modèle pour la gouvernance hospitalière

Le modèle de gestion des risques issu de notre recherche est destiné à piloter et faire vivre la démarche de gestion de risques. Il est inscrit dans le dispositif de la nouvelle gouvernance hospitalière et repose sur quatre niveaux de structuration.

Le premier niveau est celui du recueil des événements indésirables au sein d'un observatoire. Ce recueil est issu du signalement des événements indésirables à partir de fiches spécifiques que chacun des acteurs hospitaliers peut remplir, des résultats d'audits internes ou externes, ou encore de l'observation des événements indésirables à partir de l'ensemble des bases de données disponibles.

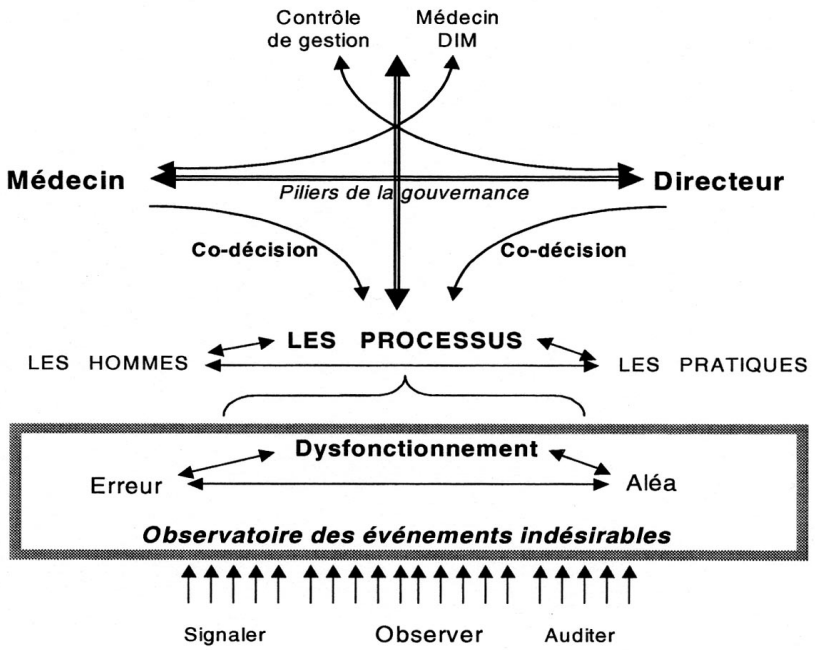
Le deuxième niveau est la classification des événements indésirables, par l'observatoire, à travers la grille de lecture « Aléa, erreur, dysfonctionnement » issue du modèle conceptuel d'appréhension du risque proposé.

Le troisième niveau est la traduction des événements indésirables par un binôme médecin du département d'information médicale et contrôleur de gestion. Les événements indésirables qualifiés par l'observatoire des risques sont traduits en termes de gravité clinique et de coûts par ce binôme.

Enfin, le quatrième niveau est celui de la prise de décision. L'information co-traitée est mise à disposition du couple médecin/gestionnaire qui pilote le pôle d'activité médicale. C'est ce couple qui co-décide des actions à entreprendre en fonction de la fréquence et de la gravité de l'événement indésirable en termes cliniques, mais aussi en termes juridiques ou d'image de marque pour l'hôpital, et en fonction de son coût et du type de plan d'actions à mettre en œuvre.

En contribuant, au-delà de la maîtrise des risques, à s'interroger sur l'organisation et sur le coût des processus de production, et donc à la recherche de plus d'efficience, le dispositif de gestion des risques participe à la nécessité de la démarche de changement à l'hôpital. Il s'inscrit à ce titre dans une forme de gouvernance ingénierique.

Figure 2 :
Un modèle de gestion des risques intégré à la gouvernance



Notes

1. *Cet article s'appuie sur un travail de thèse de doctorat de Sciences de gestion intitulé « Gérer les risques à l'hôpital : de l'inquiétude des acteurs à la méthode » soutenue fin novembre 2005. Il a été conduit à l'Ifross, à l'université Lyon III, sous la direction du professeur Jean-Pierre Claveranne au sein du laboratoire Graphos qu'il dirige. Le professeur Jean-Pierre Claveranne mène des travaux de recherche sur les organisations hospitalières en général et la gestion des risques en particulier depuis plus de quinze ans.*

2. *18 rue Chevreul, 69007, Lyon, julien.husson@wanadoo.fr*

3. *Direction générale de la Santé, « Iatrogénie », DGS/GTNDO, 26 septembre 2003, 11p, rapport accessible à partir du site www.sante.gouv.fr/htm/dossiers/losp/10_iatrogenie.pdf*

Bibliographie

BORODZICZ, E.P., *Risk, crisis and security management*, Wiley Edition, 2005.

BOUQUIN, H., « Perversités comptables », *L'alchimie des coûts*, 4e séminaire de recherche de l'AFC, 1983.

CHARREAUX, G., *Le gouvernement des entreprises*, Economica, 1997.

CLAVERANNE, J.P., « Les nouvelles perspectives du management hospitalier », *Les défis de l'hôpital : risques, qualité, performance, compétence*, congrès de la Fédération internationale hospitalière, Nice, 11p, 2005.

HUSSON, J., « Gérer les risques à l'hôpital : de l'inquiétude des acteurs à la méthode », Thèse pour le doctorat en sciences de gestion, université Jean Moulin Lyon III, 452p, 29 novembre, 2005.

KERVERN, G.Y., *Éléments fondamentaux des cindyniques*, Economica, 1995.

KERVERN, G.Y., « La théorie de la description appliquée à l'essentiel des cindyniques », *Colloque de l'Association pour la modélisation de la pensée complexe, Intelligence de la complexité et épistémologie pragmatique*, Cerisy, juin, 2005.

MERCIER, J., L'administration publique, de l'École classique au nouveau management public, Presses universitaires de Laval, p.154-160, 2003.

PERROW, R., *Normal accidents : living with high risk technologie*, Princeton University Press, 2e édition, 1999.

THOM, R., *Prédire n'est pas expliquer*, Champ Flammarion, 1993.

Réduire la vulnérabilité des populations « pauvres » par la microassurance : une synergie entre les États et les industriels de l'assurance

Marc Nabeth

Consultant en assurance et micro-assurance [1]

Une définition claire pour une interprétation variée

Pour les industriels de l'assurance, la microassurance désigne l'offre de produits d'assurance vie et non-vie aux populations à faible revenu dans le cadre du marché. Reste que cette notion de « population à faible revenu » fait l'objet de débats à forte connotation idéologique, avec en filigrane la question du ciblage et de la segmentation des assurés. Alors que, pour certains spécialistes, l'essence même de la microassurance serait dans le service des « plus pauvres parmi les plus pauvres », d'autres considèrent que des contrats comme ceux de Groupama Chine visant majoritairement les exploitants agricoles et petits entrepreneurs périurbains, dont le problème « se nourrir, se vêtir, se loger » a été dépassé – mais où les familles et entrepreneurs demeurent vulnérables au moindre sinistre –, relèvent bien de la microassurance. Ainsi, un cadre de Groupama Chine s'exprimait récemment dans la presse économique chinoise : « Pour travailler dans la microassurance (« *xiao'e baoxian* ») comme nous le faisons, la seule solution est d'augmenter notre volume. » [2]

Traitant un volume élevé de transactions avec des cotisations à bas coût, répondant à une diversification des portefeuilles, adaptant une offre de services aux spécificités des populations à faible revenu, la microassurance des industriels de l'assurance vise la rentabilité, seule à même d'inscrire cette assurance dans la durée et de favoriser une croissance soutenue permettant les économies d'échelle.

L'émergence de la microassurance

La doxa aurait tendance à cataloguer définitivement l'assurance dans les produits de luxe hors de portée de populations « pauvres », elles-mêmes rangées dans la case des ménages sans horizon temporel, fatalistes, inaptes à la compréhension du concept de la mutualité et du transfert de risque. Cette faculté à réduire la complexité en une entité à connotation purement négative n'est pas nouvelle puisque, après tout, il aura fallu toute l'énergie des sociologues et historiens du monde rural français pour démontrer que les paysans du XIXe, milieu du XXe siècle, longtemps essentialisés, marginalisés, instrumentalisés, n'étaient pas une classe objet uniforme, informe, et infantile [3]. Aussi, peut-être faudra-t-il du temps pour cesser de réifier les populations à faible revenu et percevoir des multitudes de trajectoires, dans le temps comme dans l'espace.

La promotion de la microassurance est difficile. Elle exige de la patience, de l'inventivité, de la rigueur, du temps, alors même que la pression des marchés financiers ou de la concurrence peut limiter considérablement les stratégies du moyen-long terme [4]. Pourtant, une fois dépassées les premières appréhensions, force est de constater que des industriels de l'assurance identifient déjà les besoins, les produits et les réseaux de distribution qui peuvent les satisfaire. Conscients des difficultés de la microassurance, ces acteurs affinent leurs méthodologies en termes de garantie, de contraintes de trésorerie (périodicité des cotisations en rapport avec la fluctuation des revenus), de délais d'indemnisations (célérité), d'accessibilité géographique et de prix. Distribuer de tels produits exige naturellement une compréhension de la demande en produits d'assurance (telle qu'elle s'exprime à travers les circuits informels), du fonctionnement de l'autoassurance, et du rôle de l'État.

De la microfinance à la microassurance

Un des mérites de la microfinance est d'avoir souligné la complexité de la gestion des ressources financières par les pauvres et la ressemblance de leurs besoins en services financiers avec celui des gens riches. L'assouplissement, voire l'abandon, du groupe de caution solidaire comme pivot des systèmes de microfinance au profit de services financiers plus sophistiqués, plus souples et adaptés au *cash flow* des clients, ainsi que la demande de services individuels et surtout d'épargne bonifiée, constituent des tendances de fond de la microfinance. Pour les experts Marguerite Robinson et Graham Wright (2001) l'épargne serait arrivée au premier rang des activités de la microfinance. Diversification des risques et des actifs, réseaux de solidarité où s'entremêlent des objectifs sociaux et économiques, épargne que l'on cache ou que l'on mobilise dans des tontines en Afrique comme en Asie, révèlent également bien plus une culture de la prévoyance qu'une société incapable de s'organiser face à l'incertitude. Ainsi, s'il est vrai que l'achat d'un contrat d'assurance ne fait pas partie des outils « naturels » de gestion du risque, de sorte qu'une « éducation » à l'assurance formelle est nécessaire, on ne saurait dire que les populations n'ont pas de réflexion sur les risques et les possibilités de s'en prémunir [5].

« La société de prévoyance n'a pas le changement en aversion, elle l'intègre en prenant soin d'amoindrir les risques pour sa sécurisation. On y mettra du temps, mais on s'assurera d'abord de la presque absence de danger d'un suicide collectif avant de s'aventurer massivement dans la nouvelle direction. » note à juste titre Claude Kwaku Akpokavie (2004). C'est peut-être à travers ce prisme qu'il faut voir aussi le développement de la microassurance.

La crise de l'État ou sa volonté de pratiquer une politique de subsidiarité, ainsi que l'érosion des solidarités traditionnelles ou des relations de « réciprocité » inégalitaires au détriment des femmes et des cadets (Nabeth, 2005) sur fond de pression démographique, de migration urbaine et périurbaine, d'explosion de l'« informel » et/ou de l'économie populaire, suscitent ainsi un intérêt croissant pour les institutions d'assurances. Encore faut-il que ces industriels de l'assurance sachent transformer la demande de sécurité des populations en produits et services de qualité, abordables, ancrés dans la réalité du terrain et des cultures sociétales. Cela passe par une étude sérieuse des zones rurales ou « informelles » urbaines/périurbaines, où, pour reprendre les analyses de Gérard de La Martinière dans la revue *Risques* n° 63, de véritables opportunités existent. Aussi s'agirait-il, pour commencer et à l'instar de la géographe Virginie Baby-Collin (2005), d'établir une distinction, d'une part, entre les zones à risque ou reculées et sans appui politique pouvant échapper à toutes les opérations de structuration (dans lesquelles les habitants continuent à survivre dans une immense précarité) et, d'autre part, les zones agricoles plus ou moins intégrées à l'économie nationale, voire mondiale (on s'appuiera sur la présence notamment de syndicats, de coopératives rurales, d'unions de crédit…), ainsi que les quartiers informels « consolidés » où l'on trouve éventuellement des marchés (voire des supermarchés), des écoles ou collèges, des centrales de taxis et des postes de police, des rues asphaltées nettoyées par les services de ramassage des ordures, etc. Dans le cas des zones à risque et/ou reculées, la plupart des initiatives extérieures sont le plus souvent malheureusement stériles ; dans le second cas, celui des « zones consolidées », la microassurance peut trouver un terreau fertile. Or, s'intéresser alors à cette agriculture ou à cet informel, pan essentiel de l'économie des pays en développement, et y envisager des solutions assurantielles, c'est pour un assureur étranger témoigner d'un esprit à la fois social et économique et, disons-le, apparaître moins prédateur, dans des pays où les susceptibilités nationales s'aiguisent au gré des mythes et de l'Histoire.

Aux autorités de tutelle, et *in fine* à l'État, de clarifier leurs positions et d'encourager les gestionnaires du risque à se positionner correctement. L'Inde permet d'illustrer ces propos.

L'Inde : « Un domaine géant de la microassurance ? »

Dans le précédent numéro de la revue *Risques*, Pierre Florin soulignait dans l'article « Un géant pour le XXIe siècle » à quel point le poids économique du sous-continent indien constituait un des éléments majeurs du XXIe siècle : « Ses priorités sont donc désormais, d'une part, de maintenir un taux de croissance élevé (7 à 8 % par an) sur une période longue (10 à 15 ans) et, d'autre part, de s'assurer que cette croissance bénéficie aussi aux secteurs les plus pauvres du

pays. » Rappelons que l'oubli par le BJP (parti nationaliste indien) de ce second point fut l'une des causes principales de sa défaite inattendue lors des élections législatives de 2004. Mesurant pour sa part que l'assurance est facteur de développement et de lutte contre la vulnérabilité, l'Autorité indienne du contrôle et du développement des assurances (IRDA, créée en 1999) multiplie depuis 2002 les notes et règlements destinés à étendre les couvertures d'assurance, d'une part, vers le secteur social (incluant le secteur informel, le secteur non organisé, les classes rurales ou urbaines dites vulnérables) et, d'autre part, vers le secteur rural (population de moins de 5 000 âmes, densité de population inférieure à 400 hab/km2, plus de 25 % des hommes engagés dans des activités agricoles).

Le premier document juridique, intitulé « Obligations of Insurers to Rural Social Sectors », exige ainsi des nouveaux assureurs, entrés sur le marché indien après sa libéralisation, la vente d'un certain pourcentage de contrats d'assurance à des clients « à faible revenu », selon les quotas évolutifs suivant :

Obligations des assureurs envers le secteur rural

- assureurs vie : pourcentage minimum sur le total des contrats émis
- assureurs non-vie : pourcentage minimum sur le total des cotisations brutes collectées

	1st financial year	2nd financial year	3rd financial year	4th financial year	5th financial year
Life insurers	7 %	9 %	12 %	14 %	16 %
Non Life insurers	2 %	3 %	5 %	Ibid	Ibid.

Obligations des assureurs envers le secteur social

- Assureurs vie et non-vie : quota en nombre d'individus

	1st financial year	2nd financial year	3rd financial year	4th financial year	5th financial year
Life insurers	5 000 lives	7 000 lives	10 000 lives	15 000 lives	20 000 lives
Non Life insurers	5 000 lives	7 000 lives	10 000 lives	15 000 lives	20 000 lives

D'autres lois ou orientations visent à réglementer le statut et la formation des agents de microassurance, les modalités de partenariats entre Institutions de microfinance (IMF) et assureurs privés, etc. Ce qui n'est pas sans susciter certains débats que nous ne pouvons aborder dans le cadre de cet article. Certains assureurs privés visent bon gré mal gré à respecter les seuils minimaux, en vendant aux clients à faible revenu des produits d'assurance mal conçus pour eux afin de pouvoir pénétrer au plus vite le marché indien de « l'élite » (phénomène déjà observé) ; mais d'autres, et pas des moindres, ont préféré aller au-delà en adoptant une stratégie plus ambitieuse et plus gratifiante. Citons Aviva qui, après avoir noué depuis 2002 des partenariats avec des IMF (Basix) ou des associations de femmes indiennes (Sewa), vient de lancer en octobre 2005 un nouveau programme de microassurance enregistré auprès de l'Irda avec comme objectif la couverture d'un million de clients d'ici 2008. Aviva développe ainsi sa gamme de microassurance à côté de produits d'assurance haut de gamme, selon une segmentation opportune. Nous pourrions également évoquer Royal Sundaram, comme ICICI Prudential Life qui visent également un million de contrats, ou Allianz-Bajaj Life qui à travers Asa, une IMF locale, garantit en cas de décès l'emprunt du client d'Asa, ou le versement d'une somme en cas d'incapacité temporaire ou permanente. C'est ainsi que dans le Tamil Nadu, 35 000 femmes sont assurées pour une cotisation moyenne mensuelle inférieure à 0,20 USD (2/3 de la cotisation couvrent les frais d'administration d'ASA, tandis que 0,05 USD reviennent *de facto* au preneur de risque, à savoir l'assureur). Certes, avec de telles sommes d'argent, la microassurance ne générera jamais des revenus énormes note Werner Zedelius, membre du comité de direction d'Allianz : « Cependant, construire un réseau de communautés protégées par l'assurance est un moyen très efficace de réduire la pauvreté. », et de souligner que ces projets-pilotes sont destinés à être dupliqués à plus grande échelle en

Inde, en Indonésie, et au Laos. Heinz Dollberg, responsable chez Allianz de la région Asie-Pacifique, ajoute pour sa part : « Grâce à des procédures efficaces et des contrats collectifs, on peut rendre la microassurance financièrement viable. À moyen terme, cela nous ouvre les portes d'un énorme marché potentiel. » Propos que pourraient tenir la direction d'ING, au vu de son étude sur le secteur rural, ou AIG, qui fut l'un des précurseurs de la microassurance.

AIG : l'Inde maintenant, l'Afrique de l'Est depuis bientôt 10 ans

Développer un nouveau marché, fidéliser ceux qui rejoindront peut-être la classe moyenne ou supérieure de demain, renforcer la responsabilité sociale d'entreprise et son image, être en bons termes avec l'Irda, telles sont les raisons invoquées par le directeur de Tata-AIG pour expliquer la création d'un département de microassurance doté de moyens financiers et techniques conséquents. Plutôt que de s'appuyer sur des partenariats avec des IMF, Tata-AIG a créé un réseau de distribution tout à fait original, en s'appuyant à la fois sur des ONG et des *Self help groups* (SHG) indiens. Utilisant un outil *marketing* des plus classiques en microassurance, à savoir un film vantant en langue vernaculaire les qualités du produit, diffusant son image à travers des camionnettes et des remises de diplômes délivrés aux microagents, Tata-AIG propose des produits collectifs d'épargne à 5 ou 15 ans (au choix), avec une contre-assurance décès. À ce stade, il semble essentiel de revenir sur la définition, l'importance et la géographie des SHG en Inde. Focalisé dans un premier temps sur une discipline de l'épargne, le SHG (groupe solidaire d'une vingtaine d'épargnants maximum) s'organise ensuite pour la gestion et la distribution des prêts entre membres selon les règles qu'il a lui-même décidées. Une fois démontrée sa capacité à s'auto-organiser et à gérer des prêts entre membres, le SHG ouvre alors un compte d'épargne auprès d'une institution financière (*bank linkage*) et bénéficie d'un prêt global qu'il redistribue à chacun de ses membres sur la base encore une fois de ses propres règles (modèle largement dominant pour la microfinance en Inde). Tant les IMF que les assureurs tendent à s'appuyer sur ces structures relativement souples et sur ces véhicules de programmes (publics et privés) de lutte contre la pauvreté et la discrimination (90 % des membres sont féminins et généralement de castes inférieures).

La difficulté d'obtenir des statistiques fiables nous invite à la prudence, mais on évalue que sur les 27 millions de clients de la microfinance, plus de 24 millions seraient couverts par des SHG, dont 17,5 millions de leurs membres disposeraient d'un compte bancaire. Soixante-cinq pour cent des SHGs se situeraient dans les quatre états du sud suivants : Andhra Pradesh, Tamil Nadu, Karnataka, Kerala. La somme totale des crédits alloués dans le cadre des SGH s'établirait à 6 898 crores (1,6 billion USD) tandis que l'épargne totale collectée serait de 8 billions Rs. (170 millions USD). Hans Dieter Seibel, de l'Université de Cologne, note ainsi : « Implanté depuis 1996 sur une échelle nationale, le "SHG linkage banking" est devenu le produit qui a rencontré le plus de succès, de viabilité, de pérennité et d'adhésion dans la décennie. » [6]

Cette longue parenthèse nous donne un aperçu de l'aptitude des assureurs à s'insérer dans le tissu social et économique d'un pays.

Des partenariats multiformes, de nouvelles frontières

Aussi faudra-t-il soit s'appuyer sur des Self-Help-Groups comme en Inde, en Indonésie, en Thaïlande, aux Philippines, au Sénégal, au Kenya, ou au Ghana, soit sur des IMFs, comme le fait AIG en Ouganda (plus de 2 millions d'Ougandais « pauvres », 17 % du bénéfice annuel provient de la microassurance), en Tanzanie et au Malawi. Les syndicats, les coopératives ou les associations de femmes seront des partenaires recherchés en Amérique latine. Citons ainsi l'exemple de l'assureur colombien La Equidad qui distribue aux membres de la *Working Women's Forum's* (syndicat international de femmes, né en Inde) un produit modulaire adapté aux différents niveaux socio-économique des clientes, ainsi qu'un second produit de microassurance pour des coopératives. Les associations de femmes (l'une des organisations de masse institutionnalisées par les régimes communistes) restent des alliées indispensables pour promouvoir la microassurance en Chine ou au Viêt-Nam.

En Afrique du Sud, les industriels de l'assurance privilégient les partenariats avec les « pompes funèbres » et surtout les fonds funéraires « informels » qui, avec ses 8 millions de membres et un chiffre d'affaires d'un milliard de dollars par an, parsèment le pays. Nous rappelons que les garanties obsèques constituent l'un des marchés les plus importants d'Afrique du

Sud puisque 10 millions d'adultes (soit 37 % des adultes sud-africains, majoritairement des Noirs à faible revenu) disposent en effet d'une telle couverture, ce qui est à mettre en rapport avec le taux de bancarisation du pays (13 millions d'adultes).

Au fond, il n'est pas étonnant que ce monde émergent intéresse les réassureurs comme Munich Re qui élabore, à la suite d'Interpolis Re, de Best Re, d'Africa Re, et de Scor Vie, ses premiers programmes de « microréassurance ».

Dans le même temps, en France, dans un contexte de crise de l'État, voire du salariat, un grand courtier, des partenaires assureurs et des associations comme l'Adie initient ensemble la microassurance pour les microentreprises d'anciens chômeurs et rmistes [7].

Les configurations sont donc multiples, subtiles, toujours en amont des mutations sociales, économiques, politiques. Elles redéfinissent à leur façon ce que Philippe Trainar (2005) mentionnait plus généralement dans un précédent numéro de la revue *Risques*, à savoir la formation de nouvelles frontières entre le public et le privé dans l'assurance.

Notes

1. *Auteur du livre « Micro-assurance : défis, mise en place et commercialisation », éditions Dalloz-L'Argus de l'assurance, février 2006 ;*
Contact : www.micro-assurance.net

2. *« bao xian » qui signifie assurance est composée de deux idéogrammes : bao (protection) et xian (risque). Sachant que xiao'e xindai (finance) signifie microfinance, une analogie évidente permet de traduire xiao'e baoxian en microassurance. Citation in. « Nongbao kunju : xianqi qiaowang falü buwei » (situation difficile pour l'assurance agricole : le secteur de l'assurance dans l'attente d'un renforcement du cadre légal), Zhongguo baoxian wang (réseau de l'assurance en Chine), 26 septembre, 2005.*

3. *P. Cornu et J-L Mayaud in « Les campagnes dans les sociétés européennes, France, Allemagne, Espagne, Italie (1830-1930) », J-C Caron et F. Chauvaud (dir.), Presses universitaires de Rennes, 2005.*

4. *Sigma n° 1/2006, Swiss Re, Rapprochement de compagnies d'assurances, 2006.*

5. *Dans l'article M. Nabeth, Microassurance pour les pays du Sud, revue Pour (Groupe de recherche pour l'éducation et la prospective), septembre 2005, nous revenons sur certains outils* marketing *tenant compte des cultures sociétales.*

6. *I. Guérin, K. Marius-Gnanou, T. Pairault et J-M Servet, La microfinance en Asie. Entre traditions et innovations, Ed. Karthala, 2005 ; M. Harper « Grameen Bank Groups and Self-help Groups ; What are the differences ? », 2002 ; R. Devaprakash, Balancing Quality and Quantity in SHGs in India, IBA Bulletin 25, Aug 2005.*

7. *Ces exemples sont détaillés dans le livre M. Nabeth, « Microassurance : défis, mise en place et commercialisation », coll. Les fondamentaux de l'assurance, éd. Dalloz-L'argus de l'assurance, 2006.*

Bibliographie

AKPOKAVIE, C.K., « Intervention of international organizations in food policies in Sub-saharan Africa : a case study of Ghana », Louvain-la-Neuve, Ciaco, 1996, in J-P Peemans, Le développement des peuples face à la modernisation du monde, éd. L'harmattan, 2004.

BABY-COLLIN, V., in « L'Amérique latine », collectif, éd. Sedes, 2005.

ROBINSON, M. et WRIGHT, G., « Mobiliser l'épargne », Fiche de synthèse nº 3, MicroSave, 2001.

NABETH, M., « Microassurance : macro-enjeux ? », *Revue d'économie financière*, n° 80, septembre, 2005.

TRAINAR, P., « L'interface public/privé, répartition des tâches et complémentarité », *Risques*, n° 64, octobre-décembre, 2005.

Livres

Michel Denuit
Arthur Charpentier
Mathématiques de l'assurance non-vie
Economica - 2 tomes

Le grand mérite de ces deux tomes consacrés aux mathématiques de l'assurance non-vie est de présenter un panorama complet des connaissances en science actuarielle. Toute personne qui a étudié ou enseigné l'actuariat, la théorie du risque ou les techniques de l'assurance non-vie, a pu constater que la littérature était assez pauvre [1] même en anglais. Michel Denuit et Arthur Charpentier ont donc cherché à combler ce manque et leur travail procure un ouvrage de référence rigoureux aux étudiants, enseignants ou praticiens de l'assurance. Par ailleurs, la table des matières, bien faite, permet une lecture chapitre par chapitre.

Comme le note Claude Bébéar dans la préface : « *Dans ce contexte d'incertitude, il est particulièrement réconfortant de revenir aux sources, aux fondamentaux, c'est-à-dire aux mathématiques et de rappeler que le risque naît de l'aléa et s'appréhende grâce aux développements les plus avancés du calcul des probabilités.* »

Le premier tome, sorti en mai 2004, posait les bases de théorie du risque et des différents outils probabilistes en s'inspirant des travaux d'Harald Cramèr, Filip Lundberg, plus récemment d'Hans Bühlmann ou d'Hans Gerber. On retiendra ainsi les rappels sur les différentes lois ainsi qu'un chapitre entier dédié à la modélisation des risques multiples et de la théorie des copules. Ces outils sont aujourd'hui au cœur de la finance mathématique, mais aussi de l'assurance, comme le montrera le Congrès international des actuaires qui se tiendra cette année à Paris et qui a décidé de faire de ces problèmes de dépendance entre risques l'un de ses sujets centraux.

En se fondant sur l'étude des mesures de risques et une présentation des principaux résultats récents de théorie de l'incertain, les auteurs tentent de réduire la barrière culturelle qui existe souvent entre les actuaires et les économistes en nous montrant qu'un grand nombre de passerelles existent. Un dialogue plus fréquent, des débats sur les techniques utilisées et sur les limites des deux approches ne pourraient qu'enrichir la réflexion sur les sujets-clés du moment, comme la couverture des catastrophes ou la solvabilité des preneurs de risques.

Le second tome insiste sur deux notions plus opérationnelles correspondant au cœur de métier traditionnel de l'actuaire non-vie : la tarification et le provisionnement.

S'inscrivant dans la logique d'une concurrence de plus en plus sévère entre assureurs et la recherche de niches de profits, la première moitié du second tome présente les différents modèles utilisés en tarification, *a priori* comme *a posteriori*, avec une présentation claire et pragmatique de la théorie de la crédibilité et des mécanismes de bonus/malus. Les élèves dans les formations en actuariat, mais aussi les professionnels amenés à manipuler ces modèles, apprécieront un souci de pédagogie qui nous mène progressivement du modèle linéaire simple aux modèles linéaires généralisés, ou additifs.

Le chapitre sur les techniques de provisionnement présente un certain nombre de modèles à la mode actuellement (basés sur les approches stochastiques et les méthodes de bootstrap). On peut noter avec soulagement que le but n'est pas ici de faire des statistiques très sophistiquées mais simplement de rappeler, comme le souligne justement Hans Bühlmann dans la postface, que

la problématique du provisionnement est avant tout une problématique de choix de modèle.

Pour conclure, Arthur Charpentier et Michel Denuit ne manquent pas de nous rappeler que, bien que les limites de l'assurabilité semblent constamment être repoussées, tous ces modèles mathématiques reposent sur des hypothèses fortes et que, pour un certain nombres de nouveaux risques ou pour les grands risques, le rôle de l'assureur doit être défini avec précaution.

Même s'ils sont riches et rigoureux (le titre présente l'avantage ne pas être trompeur quant au contenu), ces deux volumes d'actuariat se lisent toujours avec intérêt et même souvent avec plaisir.

Par Gilles Bénéplanc
Directeur général,
Mercer Human Resource Consulting

Note

1. *N'oublions pas cependant l'excellent ouvrage de Pierre Petauton* : Théorie de l'assurance dommages.

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

Numéros disponibles

N°	THÈME	Prix euros France	Prix euros Export
2	Les visages de l'assuré (1ère partie)	19,00	19,00
3	Les visages de l'assuré (2e partie)	19,00	19,00
4	La prévention	19,00	19,00
6	Le risque thérapeutique	19,00	19,00
7	Assurance crédit/Assurance vie	19,00	19,00
9	La réassurance	23,00	23,00
10	Assurance, droit, responsabilité	23,00	23,00
11	Environnement : le temps de la précaution	23,00	23,00
13	Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00	23,00
14	Innovation, assurance, responsabilité	23,00	23,00
15	La vie assurée	23,00	23,00
16	Fraude ou risque moral ?	23,00	23,00
18	Éthique et assurance	23,00	23,00
19	Finance et assurance vie	23,00	23,00
20	Les risques de la nature	23,00	23,00
21	Assurance et maladie	29,00	29,00
22	L'assurance dans le monde (1re partie)	29,00	29,00
23	L'assurance dans le monde (2e partie)	29,00	29,00
24	La distribution de l'assurance en France	29,00	29,00
25	Histoire récente de l'assurance en France	29,00	29,00
26	Longévité et dépendance	29,00	29,00
27	L'assureur et l'impôt	29,00	29,00
28	Gestion financière du risque	29,00	29,00
29	Assurance sans assurance	29,00	33,54
30	La frontière public/privé	29,00	33,54
31	Assurance et sociétés industrielles	29,00	33,54
32	La société du risque	29,00	33,54
33	Conjoncture de l'assurance. Risque santé	29,00	33,54
34	Le risque catastrophique	29,00	33,54
35	L'expertise aujourd'hui	29,00	33,54
37	Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000. Les concentrations dans l'assurance	29,00	33,54
38	Le risque urbain. Révolution de l'information médicale. Assurer les OGM	29,00	33,54

Numéros disponibles

N°	THÈME	Prix euros France	Prix euros Export
40	XXIe siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités	29,00	33,54
41	L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00	33,54
42	L'image de l'entreprise. Le risque de taux. Les catastrophes naturelles	29,00	33,54
43	Le nouveau partage des risques dans l'entreprise. Solvabilité des sociétés d'assurances. La judiciarisation de la société française	29,00	33,54
44	Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière	29,00	33,54
45	Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients. Segmentation, assurance, et solidarité	29,00	33,54
46	Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes	29,00	33,54
47	Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie	30,50	33,54
48	L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques	30,50	33,54
49	La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé. Les perspectives de la théorie du risque	30,50	33,54
50	Risque et développement. Le marketing de l'assurance. Effet de serre : quels risques économiques ?	30,50	33,54
51	La finance face à la perte de confiance. La criminalité. Organiser la mondialisation	30,50	33,54
52	L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile. Les normes comptables	30,50	33,54
53	L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie	31,50	35,00
54	Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité	31,50	35,00
55	Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50	35,00
56	Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière	31,50	35,00
57	L'assurance sortie de crise. Le défi de la responsabilité médicale. Le principe de précaution	31,50	35,00
58	La mondialisation et la société du risque. Peut-on réformer l'assurance santé ? Les normes comptables au service de l'information financières.	31,50	35,00
59	Risques et cohésion sociale. L'immobilier. Risques géopolitiques et assurance.	31,50	35,00
60	FM Global. Private equitry. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50	35,00
61	Bancassurance. Les agences de notation financière. L'Europe de l'assurance.	33,00	37,00
62	La lutte contre le cancer. La réassurance. Risques santé.	33,00	37,00
63	Un grand groupe est né. La vente des produits d'assurance. Une contribution au développement.	33,00	37,00
64	Environnement. L'assurance en Asie. Partenariats public/privé.	33,00	37,00

Numéros épuisés

1 Les horizons du risque
5 Age et assurance
8 L'heure de l'Europe
12 Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?
17 Dictionnaire de l'économie de l'assurance
36 Rente. Risques pays. Risques environnemental
39 Santé. Internet. Perception du risque

Numéros hors série

Responsabilité et indemnisation	15,24
Assurer l'avenir des retraites	15,24
Les Entretiens de l'assurance 1993	15,24
Les Entretiens de l'assurance 1994	22,87

BON DE COMMANDE DE LA REVUE RISQUES

À découper et à retourner accompagné de votre règlement à

Seddita - 9, rue d'Enghien - BP 67 - 75462 Paris cedex 10

Tél. (33) 01 40 22 06 67 - Fax : (33) 01 40 22 06 69 - Courriel : info@seddita.com

❑ Abonnement (4 numéros/an) année 2006 n° 65 à n° 68 FRANCE 128 € EXPORT 146 €*

❑ Je commande ..... ex. des numéros .....

Nom et prénom .....

Institution ou entreprise .....

Fonction exercée et nom du service .....

Adresse de livraison .....

.....

Code postal ..... Ville .....

Nom du facturé et Adresse de facturation .....

.....

Pays ..... Tél. .....

E.mail ..... Fax .....

❑ Je joins le montant de : ..... par chèque bancaire à l'ordre de Seddita

❑ Je règle par virement en euros sur le compte CCF Poissonnière – FR76 3005 6000 6600 6628 0968 018

* Uniquement par virement bancaire

Où se procurer la revue ?

Vente numéros disponibles et abonnement :

Seddita
9 rue d'Enghien
75010 Paris
Tél. 01 40 22 06 67
Fax 01 40 22 06 69
Courriel : info@seddita.com

En librairie :

Librairie de la banque et de la finance
18 rue Lafayette
75009 Paris
Tél. 01 48 00 54 09
Fax : 01 47 70 31 67

Librairie Dalloz
22 rue Soufflot
75005 Paris
Tél. 01 40 64 54 44
Fax 01 40 64 54 42

Librairie Droit et Santé
187 quai de Valmy
75010 Paris
Tél. 01 41 29 99 00
Fax 01 41 29 98 38

Librairie Editions juridiques associées
20 rue Soufflot
75005 Paris
Tél. 01 46 33 89 85
Fax 01 40 51 81 85

Librairie le Moniteur
17 rue d'Uzès 75002 Paris
Tél. 01 40 13 33 80
Fax 01 40 13 30 13

CNPP Entreprise Pôle Européen de Sécurité - CNPP Vernon
BP 2265
27950 Saint-Marcel
Tél. 02 32 53 64 32
Fax 02 32 53 64 80

Risques

Les cahiers de l'assurance

Directeur de la publication
Frédéric Loubière

Directeur de la rédaction
Jean-Hervé Lorenzi

Rédaction
Tél. [33] 01 42 47 93 56
Fax [33] 01 42 47 91 22
Courriel : Risques@ffsa.fr

Diffusion

Seddita
9 rue d'Enghien
75010 Paris
Tél. [33] 01 40 22 06 67
Fax [33] 01 40 22 06 69
Courriel : info@seddita.com

Abonnement
Prix de l'abonnement (4 nos) Année 2006

France	128 €
Étranger	146 €

Vente au numéro
Prix au numéro
France 34,00 €
Étranger 38,00 €

Mise en page
L.C Création - 01 42 60 04 50

Impression
Jouve
561, rue Saint-Léonard - BP 3 - 53101 Mayenne cedex

CPPAP : 1107 T 82453
Dépôt légal : à parution
ISSN : 1152-9253

Risques

Les cahiers de l'assurance

1. Société
Stimuler l'innovation dans la société française

2. Risques et solutions
Risque, opinion publique et assurance

3. Analyses et Débats
L'assurance et le financement de l'économie

4. Études et Livres

ISSN : 1152-9253
ISBN : 2-912916-85-2
Prix : 34 €