

Risques

Les cahiers de l'assurance

■ La bancassurance

Michel Villatte

■ Quelles exigences pour la notation financière ?

Arnaud Chneiweiss
Pierre-Henri Conac
Alain Couret
Louis Habib-Deloncle
Maxime Merli
François Meunier
Jeanne-Françoise de Polignac
Patrick Roger
Christian Schmidt
Nicolas Véron

■ L'Europe de l'assurance existe-t-elle ?

Lucía Caudet
Cyrille Chartier-Kastler
Bernard Delas
Pierre Florin
Alexander Gräwert
Fady Khayatt
Bertrand Labilloy
Antoine Lissowski
Patrick Peugeot
Daniel Schanté

■ Chroniques

Gilles Bénéplanc
Georges Durry
Pierre Martin

■ Études et livres

Renaud Cairati
Seddik Larkeche
Hervé Pagenelle



Risques

Les cahiers de l'assurance

N° 61

Janvier-Mars 2005

SEDDITA – 2005

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

Chroniques, études et livres

Robert Leblanc

Société

Jean-Charles Simon

Techniques

Philippe Trainar

Analyses

Jean-Marc Boyer

François Ewald

André Renaudin

Joëlle Rolland

Secrétaire de rédaction

Comité scientifique

Mathieu Baratas, Michèle Barzach, Bernard Beignier, Gilles Bénéplanc, Jean Berthon, Michel Bisch, Dominique Bourg, Marc Bruschi, Monique Canto-Sperber, Bernard Caron, Philippe Casson, Françoise Chapuisat, Jacques Chevalier, Pierre-André Chiappori, Michèle Cohen, Georges Dionne, Patrice Duran, Georges Durry, Louis Eeckhoudt, Karl-Théodor Eisele, Didier Folus, Jean-Guy Fontaine, Claude Gilbert, Christian Gollier, Gérard Grunberg, Bernard Guillochon, Jean-Paul Hautier, Sylvie Hennion-Moreau, Dominique Henriet, Christian Hess, Vincent Heuzé, Jean-Pierre Indjehagopian, Pierre Jacquet, Gilles Johanet, Dominique de La Garanderie, Gérard de La Martinière, Georges Labroye, Pierre-Marie Larnac, Daniel Laurent, Jean-Paul Laurent, Hervé Le Borgne, Claude Le Pen, Laurent Leveneur, Olivier Mareuse, Luc Mayaux, Jean-Christophe Meyfredi, Erwann Michel-Kerjan, Stéphane Mottet, Michel Mougeot, Bertrand Munier, Yves Negro, Véronique Nicolas, Olivier Oger, Carlos Pardo, Jacques Pelletan, Pierre Pestieau, Pierre Petauton, Pierre Picard, Manuel Plisson, Bruce Roger, Christophe Roux-Dufort, Christian Schmidt, Olivier Sorba, Didier Sornette, Charles Tapiero, Patrick Thourot, Alain Trognon, François de Varenne, Thierry Verdier, Catherine Vesperini, Joël Winter, Jean-Luc Wybo, Daniel Zajdenweber

1.

La bancassurance

■ Michel Villatte

Président du Groupement français des bancassureurs

Michel Villatte

Président du Groupement français des bancassureurs

Entretien réalisé par Jean-Hervé Lorenzi, Philippe Trainar et Robert Leblanc

Risques : Peut-on considérer que la bancassurance est un modèle mondial dans le domaine de l'assurance ?

Michel Villatte : La bancassurance n'est pas à proprement parler un modèle mondial. L'aspect mondial, ce sont les liens croissants que la banque et l'assurance ont noués entre elles et l'interpénétration des métiers financiers. La bancassurance, telle que nous la connaissons en France, est née au début des années quatre-vingts de la prise de conscience par les banques du risque de voir l'épargne qu'elles collectaient s'enfuir vers d'autres réseaux, compte tenu des avantages fiscaux dont bénéficiait l'assurance vie. La bancassurance à la française présente donc de fortes spécificités. Seuls certains de ses éléments constitutifs sont exportables. C'est tout d'abord la simplicité des produits vendus qui en fait des produits non seulement aisément gérables par les réseaux salariés des banques, sans surcoût notable, mais aisément intelligibles par la clientèle et donc faciles à acheter. L'approche globale du client sur la base d'une bonne connaissance patrimoniale de celui-ci - qui permet à la banque de lui présenter une offre globale ajustée et polyvalente - constitue un second élément exportable de la bancassurance. La proximité avec le client, qui permet de s'adapter à la spécificité de ses besoins, constitue un troisième élément exportable.

Risques : Comment percevez-vous l'assurbanque par rapport à la bancassurance ? Est-ce un concurrent important ?

Michel Villatte : Aujourd'hui, ce n'est pas un concurrent majeur. Un certain nombre de personnes sont intéressées par l'offre bancaire de leur assureur,

soit parce qu'elles sont mécontentes de leur banquier, soit parce qu'elles préfèrent avoir un interlocuteur unique. Mais, sept ou huit ans après les débuts de l'assurbanque, je n'ai pas le sentiment aujourd'hui que les résultats soient à la hauteur des espoirs des sociétés d'assurances lorsqu'elles ont créé leur banque. C'est probablement sur des niches que cela peut être le plus efficace. Il peut y avoir des niches un peu pointues, haut de gamme, des niches de professionnels, qui y trouvent intérêt parce qu'il y a un réseau spécialisé... Mais je n'ai pas le sentiment que ce mouvement s'emballe...

Risques : Ce que l'on peut dire, peut-être, c'est que dans l'assurbanque - ou assurfinance -, les assureurs s'associent à une banque, alors que dans la bancassurance, les banquiers, en fait, utilisent leur réseau. Il n'y a pas de symétrie dans le dispositif.

Michel Villatte : Oui c'est souvent le cas pour la conception et la gestion des produits. Mais les assureurs utilisent souvent leur propre réseau pour distribuer ces produits. Il faut en tout cas réaliser un gros effort de formation parce qu'une des choses qui explique le grand succès de la bancassurance, c'est la qualité de la formation qui a été faite au niveau du réseau. Je ne connais pas le niveau de formation des agents d'assurances aux métiers de la banque, mais n'oublions pas que les risques de l'assurance ne sont pas les risques de la banque.

Enfin, il y a une surbanquarisation de la population, alors qu'il n'y avait pas une surassurance en assurance de personnes.

Au moment où la bancassurance s'est développée, le marché était à prendre. Si les banques n'avaient pas créé leur captive de bancassurance, ces clients auraient été équipés par les assureurs. Les clients sont encore à équiper en prévoyance décès et en dépendance. C'est évidemment moins vrai pour les

assurances dommages, parce que, en habitation ou en automobile, quand on veut gagner des parts de marché, il faut les prendre à d'autres.

Risques : Ce qui manque à l'assurfinance, c'est le réseau de distribution. Les réseaux des assureurs traditionnels sont des réseaux d'agents ; s'il faut leur demander de vendre des produits bancaires en plus, une poignée d'agents le pourront, mais la plupart n'y arriveront pas.

Michel Villatte : Je pense que ce sera surtout possible sur des niches, de la part de réseaux d'agents spécialisés et bien formés.

Risques : Il y a deux choses dans la vente de produits d'assurances : leur fabrication et leur distribution. Est-ce que, à votre avis - et cela détermine pas mal l'avenir -, l'essentiel réside dans les secrets de fabrication ou dans les réseaux de distribution ?

Michel Villatte : Je ne suis pas certain que l'essentiel soit dans les secrets de fabrication des produits parce que, là-dessus, il n'y a pas de dépôt de marque. Il y a par contre, à mon avis, tout ce qui concerne la gestion très industrialisée et à très bas coûts de la bancassurance, aussi bien en assurance de personnes qu'en assurance dommages. Cela reste une très grande force des bancassureurs. Il y a un deuxième aspect, c'est la qualité des réseaux et la qualité de leur formation. Enfin, le troisième aspect, à ne jamais perdre de vue, est que, dans une banque, un chargé de clientèle connaît bien la situation patrimoniale de son client.

Risques : Comment vivez-vous la concurrence entre grands réseaux de bancassurance ?

Michel Villatte : Cette concurrence est réelle et je crois que nous avons bien réussi notre intégration dans le monde de l'assurance.

Risques : Il semble que les assureurs traditionnels voyaient, dans les avantages compétitifs que vous aviez face à eux, le fait que, votre réseau étant déjà en place,

vous pouviez fonctionner en coût marginal. Au point de développement où vous en êtes, l'assurance n'est plus marginale. Gardez-vous un avantage compétitif dans la distribution ?

Michel Villatte : Sauf pour des assurances plus pointues comme l'assurance des risques professionnels, agricoles ou d'entreprises, je crois que le réseau n'a pas besoin de recruter pour vendre les produits de Predica ou de Pacifica. Nous avons maîtrisé les coûts de gestion grâce à des centres de traitement des opérations très performants. Nous pouvons donc considérer que nous travaillons d'une certaine façon à un coût marginal. Par ailleurs, le niveau des coûts des banques distributrices est très inférieur au niveau des commissionnements qu'elles reçoivent.

Risques : La bancassurance a-t-elle vocation à rester centrée sur l'assurance vie ou peut-elle vendre tous produits d'assurance ?

Michel Villatte : Il faut vraisemblablement distinguer la clientèle de particuliers de la clientèle professionnelle. Dans le domaine des particuliers, il n'y a pas de frein au développement de la bancassurance qui est en mesure de diversifier son offre et de l'étendre à de nouveaux domaines, en assurance vie comme en assurance non-vie. Les expériences de Predica et de Pacifica sont à cet égard tout à fait instructives. Pour accompagner l'élargissement de l'offre, on pourra former les chargés de relation avec les clients aux nouvelles activités. La prévoyance, l'assurance décès et l'assurance dépendance sont ainsi des marchés où la bancassurance montre un grand dynamisme.

La bancassurance n'a pas les mêmes avantages comparatifs dans le domaine des risques lourds. Dans ce domaine, il faut avoir une connaissance très pointue des risques qui ne sont pas des risques de masse. Il faut proposer du « sur-mesure » et faire des produits complexes, à des coûts forcément plus élevés et avec des marges étroites. De fait, la bancassurance est peu ou pas présente sur le risque industriel, sur le risque maritime, etc. Notre grande force est la simplicité du produit et la maîtrise des coûts. Ce qui ne veut pas dire

qu'on ne réfléchit pas, en assurance de personnes, à de nouvelles diversifications, par exemple en matière de prévoyance collective.

Risques : Après vingt années d'un dynamisme exceptionnel, quelles sont, selon vous, les perspectives de l'assurance vie pour les années à venir ?

Michel Villatte : Il y a toujours des perspectives significatives de développement de l'assurance vie, d'abord avec l'ensemble des produits de retraite, notamment avec le Perp. Les autres produits d'assurance vie restent aussi très attractifs. Il n'y aura peut-être pas tous les ans des progressions d'encours gérées autour de 9 ou 10 %, mais les marges des progressions sont encore extrêmement significatives. Et puis, à côté de l'épargne assurance, il y a tout le volet des produits de prévoyance où le marché est à équiper : je vous rappelle qu'il n'y a que 17 ou 18 % des Français qui ont une assurance décès individuelle, temporaire, facultative.

Risques : Mais il y a tous ceux qui, salariés d'entreprises, ont ces garanties dans les assurances collectives...

Michel Villatte : C'est vrai. Le seul problème est que ces gens-là se croient mieux assurés qu'ils ne le sont réellement parce que, souvent, dans le cadre des complémentaires d'entreprise, les capitaux alloués en cas de décès du salarié sont limités. En cas de problème grave, c'est très insuffisant. Et vous savez, avec la tendance actuelle où les gens arrêtent de travailler relativement tôt, la garantie des complémentaires d'entreprise s'arrête au moment où le salarié cesse son activité. Les produits à adhésion volontaire peuvent aller jusqu'à 75 ans. Ils ont donc leur intérêt.

Risques : Il y a souvent des doubléments en cas d'accident...

Michel Villatte : Je ne suis pas très favorable à ce genre de disposition, parce que je considère que le problème est le même pour une famille, que le décès intervienne après une maladie cardiaque ou par accident. Je préfère qu'on étudie des tarifs intéressants

de manière à encourager les gens à se garantir pour des capitaux élevés, quelle que soit la cause du décès. Les gens se croient bien garantis aussi parce qu'ils ont une assurance en couverture de prêt. Le seul problème, c'est que l'assurance s'arrête quand le prêt s'arrête et que, de toute façon, ce qui est garanti, c'est le capital restant dû.

Dans nos réseaux, nous suggérons à nos conseillers d'utiliser les moments privilégiés de la vie pour proposer une assurance facultative décès aux clients.

Risques : Le Perp a connu un beau démarrage... Quelle place lui voyez-vous dans le paysage français de l'assurance de personnes ?

Michel Villatte : Je crois beaucoup au développement du Perp. Je ne comprends pas que certains assureurs s'interrogent sur l'utilité de ce produit après avoir demandé avec force aux pouvoirs publics, depuis 15 ans, l'arrivée de produits d'épargne retraite, avec avantages fiscaux à l'entrée et sortie en rente. Le produit est maintenant créé, répondant à l'essentiel des demandes.

La question posée est celle de la priorité à donner aux produits collectifs (Perco, PerE) ou aux produits individuels. Je pense que les produits individuels perceront plus que les collectifs, parce que ces derniers ne se développeront que s'il y a des abondements significatifs des entreprises. Ce type de produit ne fait que démarrer. Dans un premier temps, les Perp sont d'un niveau faible. Ils représentent une épargne sous une forme intelligente, mais ces niveaux ne permettent pas vraiment de préparer une retraite. J'imagine qu'il y aura un deuxième temps du Perp quand les clients comprendront mieux les enjeux. Les clients actuels du Perp sont plutôt jeunes et disent : « On prend date. Même si on est peu fiscalisé, cet avantage est utile... Ce qu'on verse pour l'instant permet de nous défiscaliser, même partiellement. Ensuite, on fera évoluer nos versements en fonction de nos possibilités. » Le client peut adapter son versement chaque année à ses capacités d'épargne et à l'évolution de sa propre fiscalité. D'ailleurs, alors que nous avons plutôt des petits versements à l'origine, le mois de décembre a été

un mois assez fort en termes de versements importants. Ce sont les clients assez fortement fiscalisés qui ont décidé de s'ajuster une fois par an. Et la rente n'apparaît pas comme un handicap. Les clients sont, en fait, conscients de la nécessité de préparer très tôt leur retraite avec une épargne bloquée sur le long terme.

Risques : Quelle place l'assurance et plus particulièrement la bancassurance devraient-elles avoir en matière de dépendance à côté de la Sécurité sociale ? Et quelles sont les conditions d'une couverture optimale des Français en la matière ?

Michel Villatte : Je salue les efforts faits par les différents gouvernements pour essayer de faire progresser la prise en charge de la dépendance. Mais, dans les années qui viennent, les besoins vont être tels que les budgets publics n'auront pas la capacité financière de prendre en charge l'ensemble des besoins de dépendance. Le risque est une certaine réduction des prestations. J'ai vu dans le programme d'actions 2005 de la Fédération française des sociétés d'assurances qu'il y avait tout un volet sur la dépendance et je m'en réjouis. Il y a toute une action à mener par les assureurs. Il est surprenant que le Crédit agricole, qui a démarré il n'y a que 3 ans, soit devenu le troisième intervenant national sur la dépendance avec 150 000 contrats. C'est bien de les avoir faits... mais c'est à mon avis un enjeu pour tous les assureurs.

Je suis conscient que les assureurs connaissent mal le risque. Predica a beaucoup travaillé avec les réassureurs, avec la Scor, pour maîtriser les risques. Nous sommes pragmatiques, nous provisionnons beaucoup dans nos comptes. De manière générale, Predica a une gestion très prudentielle, mais, dans ce cas, encore plus.

Il est utile de convaincre les clients de souscrire ces produits. Une incitation par une exonération fiscale, partielle au moins, des cotisations dépendance serait la bienvenue. On en parle : la relance a été faite récemment au Parlement. Je crois qu'il y a deux autres conditions. La première, c'est de convaincre le client de ce qui est bon pour lui ; je préconise aux réseaux de lui conseiller de souscrire également la dépendance partielle parce que, finalement, la dépendance totale

intervient plus rarement et de manière beaucoup plus courte que la dépendance partielle. La seconde, sur laquelle nous travaillons, est le développement des services associés, qu'il s'agisse d'appui à nos clients pour accéder aux résidences médicalisées ou à des systèmes d'assistance à domicile.

Risques : Les contrats dépendance sont en répartition ou en capitalisation ?

Michel Villatte : Le contrat de Predica fonctionne de la manière suivante : c'est un pur contrat de risque. Le client s'assure pour un certain niveau de rente, en cas de dépendance totale, avec une adaptation s'il prend l'option de dépendance partielle. La question s'était posée de savoir s'il fallait un produit mixte, avec une partie d'épargne qui restait acquise au client. On ne l'a pas fait ; peut-être le fera-t-on un jour mais, pour l'instant, on en est là de l'expérience.

Nous avons volontairement mis les seuils de rente relativement hauts. La rente mensuelle minimale est de l'ordre de 700 € en cas de dépendance totale. Nous avons eu d'ailleurs du mal à expliquer cela aux réseaux, mais le coût d'une chambre dans une résidence médicalisée est de 1 500 € par mois. L'assistance à domicile, c'est très cher aussi... Une rente trop faible ne rend pas service au client.

L'âge de souscription actuel est proche de 55 ans. On constate une propension à souscrire plus jeune chez ceux qui ont dans leur famille, dans leurs proches, une personne qui devient dépendante. Le niveau des cotisations dépend de l'âge d'entrée : plus l'entrée dans l'assurance se fait tôt, moins la cotisation annuelle est élevée.

Risques : La maîtrise des offres de service en rapport avec la dépendance n'est-elle pas aussi une façon de sécuriser, de vous assurer contre le risque d'accroissement des dépenses en la matière : vous serez à la fois l'offreur et le bénéficiaire...

Pour changer de sujet, nous observons comme une nouveauté que ce soit le président des bancassureurs qui devienne le président du conseil d'administration du groupe Enass...

Michel Villatte : Oui certainement, mais je ne sais pas si je dois y voir une signification pour la bancassurance. Il se trouve que je porte un intérêt personnel depuis toujours à la formation. C'est presque un second métier pour moi à l'intérieur du groupe Crédit agricole. C'est vrai que, au sein de la FFSA, j'ai toujours abordé ces questions-là et j'ai peut être apporté quelques idées : ce qui explique la proposition qui m'a été faite. J'apprécie toutefois que l'on ne se soit pas opposé à ce qu'un banquier assureur prenne cette présidence.

Risques : Estimez-vous qu'il y a un gros effort de formation à faire dans l'assurance ?

Michel Villatte : Oui ! Je crois qu'il y a un effort important de formation à faire... Finalement, il y a trois domaines : la formation diplômante, la formation métier, la formation supérieure de type CHEA, MBA... Au Crédit agricole, la formation diplômante concerne tous les ans entre 10 000 et 12 000 personnes... Dans le monde des sociétés d'assurances, l'accent est davantage mis sur la formation permanente aux métiers.

À mon avis, la formation au management est à accentuer, car elle me paraît indispensable à l'efficacité de l'encadrement.

Il faut aussi réfléchir aux manières de faire évoluer les formations supérieures comme le CHEA ; il faut peut-être essayer d'engager une concertation avec d'autres organismes, notamment universitaires, qui font de la formation de qualité en matière d'assurance. L'une des idées que j'ai envie de développer lorsque le Conseil fonctionnera vraiment et que l'on aura recruté un nouveau directeur général, c'est d'essayer de nouer les liens un peu plus étroits qui manquent aujourd'hui. Enfin, il est important que tous - assureurs de la FFSA, du GEMA, organisations syndicales - se retrouvent au sein de ce conseil.

Risques : Est-ce que vous trouvez que la formation est un élément essentiel pour préserver son emploi ?

Michel Villatte : Oui, pour préserver son emploi... mais aussi pour assurer aux clients la qualité du service qu'ils attendent.

2.

Quelles exigences pour la notation financière ?

- Jean-Charles Simon

Introduction

- Christian Schmidt

Que signifie noter un risque ?

- Jeanne-Françoise de Polignac

La notation du risque financier

- Nicolas Véron

Cinq questions pour la notation

- Maxime Merli et Patrick Roger

Mesures de risque et notations

- Autorité des marchés financiers
et IXIS CIB

*L'impact de l'activité des agences de notation sur les émetteurs
et les marchés financiers*

- Arnaud Chneiweiss

Les échanges d'information avec l'émetteur et la diffusion de l'information

- Pierre-Henri Conac

La régulation américaine des agences de notation

- Alain Couret

Faut-il casser l'oligopole ?

- François Meunier

Faut-il que les agences de notation soient « initiées » ?

- Louis Habib-Deloncle

Les notations pays : vers l'âge adulte ?

INTRODUCTION

Jean-Charles Simon

Les secousses des marchés financiers, à la fin des années 1990 et au début des années 2000, ont conduit à mettre en cause quantité d'acteurs : émetteurs, bien sûr, mais aussi intermédiaires financiers, auditeurs, *hedge funds*, régulateurs, investisseurs institutionnels, analystes ou encore journalistes spécialisés.

L'irrationalité décriée de ces années de forte volatilité devait ainsi, pour beaucoup, être combattue par de nouvelles règles et de meilleurs comportements. Mais alors que les législateurs aux États-Unis (*Sarbanes-Oxley Act* de 2002), comme ailleurs (loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 en France, nombreux textes des autorités communautaires), ont voulu apporter des réponses plus ou moins appropriées à ce qu'ils identifiaient comme des dysfonctionnements des marchés, et tandis que les contentieux se sont multipliés à la même période entre les protagonistes de la sphère financière, les agences de notation semblent être sorties indemnes de cette période troublée.

Cela est d'autant plus singulier que l'importance de la notation n'a cessé de croître depuis plusieurs décennies et, comme le signalent de nombreux auteurs de ce dossier¹, les évolutions de l'environnement prudentiel et réglementaire devraient mécaniquement prolonger cette tendance. Certains, comme *Louis Habib-Deloncle*, pointent les dangers de l'omniprésence de la notation dans toutes les décisions financières, en l'occurrence en matière de risques pays. D'autres, comme *Jeanne-Françoise de Polignac*, soulignent les avantages procurés par le recours toujours plus fréquent à cet outil de référence pour permettre le développement des marchés et en particulier de certains produits structurés.

En tout état de cause, la notation est bien l'un des piliers essentiels de l'ordre financier contemporain. Et en dépit de ce rôle éminent, elle n'aura pas été directement affectée par les scandales divers ou les tours de

vis réglementaires qui ont suivi le retournement des marchés à partir de l'an 2000. Ce n'est pourtant pas faute d'avoir été vilipendée, ainsi que le rappellent tous ceux qui citent la bonne notation financière d'Enron à quelques jours de sa faillite...

À la suite de ces affaires, de nombreux commentateurs ont en effet insisté sur tout ce qui semblait faire problème dans le fonctionnement des agences de notation et qu'analyse notamment *Nicolas Véron* : oligopole bridant la concurrence, absence de transparence, modèle économique discutable, fondements théoriques incertains, faible réactivité ou encore défaut de responsabilité. Tous ces sujets ont alimenté des discours critiques de différents usagers de la notation financière et aiguisé les velléités de ceux qui voulaient à tout prix trouver des responsables aux soubresauts des marchés.

Mais en dépit des efforts entrepris pour chercher à changer la production ou l'utilisation de la notation, aucune évidence ne paraît s'imposer. *Alain Couret* étudie ainsi la problématique de l'oligopole que constituent les trois grandes agences internationales de notation, sans qu'aucune des alternatives évoquées - créer un monopole public, faciliter l'agrément des agences, développer l'activité de notation d'autres acteurs - ne semble convaincante, ce qui conduit l'auteur à étudier les meilleurs moyens de gérer cet oligopole et donc de s'en accommoder.

En présentant la régulation des agences aux États-Unis, *Pierre-Henri Conac* fait une démonstration similaire du peu de latitude dont disposent les autorités publiques pour modifier le paysage de la notation financière : de nouveaux acteurs, certainement spécialisés, pourraient être encouragés, mais une régulation renforcée paraît difficilement envisageable quand elle n'est pas à proscrire. Seul le développement de la responsabilité des agences semble devoir être approfondi.

Pour les agences, la responsabilité pèse cependant pour l'essentiel sur les producteurs de l'information qu'ils ne font qu'utiliser c'est-à-dire en premier lieu les émetteurs et les commissaires aux comptes. **François Meunier** insiste à ce propos sur un avantage déterminant dont disposent les agences : l'accès aux informations privées sans avoir à les divulguer, contrairement à ce qui est exigé par exemple des analystes financiers. Si l'auteur plaide pour l'application aux agences de la règle de *fair disclosure* qui prévaut pour les autres acteurs, il relève que le modèle économique des agences fondé de plus en plus sur la notation sollicitée pourrait en souffrir. **Christian Schmidt**, dans son analyse sur ce qu'est la notation, observe par ailleurs qu'une notation fondée principalement sur des informations publiques perdrait peu à peu de son impact auprès de ses destinataires, ce qu'il voit se dessiner dès à présent.

Et si, en effet, l'influence effective de la notation financière était très largement surévaluée ? Cela pourrait ainsi expliquer qu'une révision radicale de son environnement n'ait pas été jugée nécessaire malgré les récentes tempêtes financières.

Une étude conjointe de *l'Autorité des marchés financiers* et de *IXIS CIB* relativise ainsi partiellement les incidences de la notation sur les marchés, toutefois plus sensibles à la baisse qu'à la hausse des notes attribuées, en mettant en avant d'autres facteurs déterminants dans la fixation des prix - comme la liquidité des titres - et l'horizon des agences, souvent peu portées sur le court terme, en tout cas jusqu'à une période récente.

Toutefois, comme le soulignent **Maxime Merli** et **Patrick Roger**, les agences de notation apportent une

information indispensable aux marchés, notamment par sa simplicité et sa lisibilité, mais aussi par sa bonne adéquation aux probabilités de défaut des risques sous-jacents. Et cette crédibilité de l'information est au centre de la viabilité du modèle des agences de notation sur laquelle insiste **Arnaud Chneiweiss**, qui mentionne la qualité de leur accès à l'information, leur compétence technique et leur indépendance finalement avérée. Ces deux articles soulèvent néanmoins la nécessité d'une transparence accrue des agences quant à leur fonctionnement et surtout l'élaboration des notations.

En somme, la notation financière, si imparfaite soit-elle, paraît non seulement indispensable au fonctionnement des marchés et en régulière expansion, mais aussi peu réformable et relativement pérenne dans son modèle économique. Après les turbulences financières des dernières années et le questionnement légitime du rôle et des failles des agences de notation, il est clair que se dégagent des évolutions plus qu'une révolution. La notation peut et doit faire débat, mais il n'est pas sûr qu'elle fasse vraiment problème.

Note

1. Celui-ci a été réalisé parallèlement au colloque « La notation, entre hasard et nécessité » qui s'est tenu le 25 mars 2005 à l'université Paris Dauphine dans le cadre du DESS 218 « Assurance et management du risque ».

La rédaction de Risques tient à remercier les auteurs de ces articles, qui reprennent ici plus ou moins directement le thème de leur intervention à ce colloque, ainsi que l'équipe qui a permis de réaliser cette manifestation, et notamment Mme Catherine Vesperini, directrice des études du DESS 218.

QUE SIGNIFIE NOTER UN RISQUE ?

Christian Schmidt

*Professeur à l'université Paris Dauphine
Directeur du LESOD¹*

Si la pratique de la notation des risques est ancienne, elle a connu au cours des vingt dernières années un développement rapide et continu, entraînant une grande diversité, tant au niveau des risques qui font l'objet d'une notation que des entités notées et des notateurs. À côté du risque financier, le risque pays, le risque environnemental et le risque sociétal² sont également notés. On note ainsi les entreprises, les États, les collectivités locales et même certaines associations. Enfin, si la notation reste l'activité principale des agences spécialisées, celles-ci n'en ont pas l'exclusivité. Les assureurs crédits, les banques et certaines entreprises ont également élaboré des systèmes de notation. Une telle diversité est devenue aujourd'hui source de confusion, voire d'incompréhension de la signification et de la portée des messages transmis par ces différentes notations. Pour lever quelques-unes des ambiguïtés qui entourent ces notations, cet article se propose d'identifier les problèmes communs posés par tout exercice de notation des risques, avant de discuter brièvement de certaines des spécificités des domaines concernés.

Quelques précisions sémantiques sont indispensables. La note n'est pas une mesure quantitative du risque, elle désigne seulement une position occupée sur une échelle ordinale plus ou moins complexe. À cet égard, il convient de distinguer le « *rating* » du « *scoring* ».

L'objet de cette note n'est pas l'entité notée elle-même, mais un ou plusieurs risques qui sont rapportés à cette entité, même si, dans la pratique, la plupart des agences de notation distinguent deux types de notes, celle de l'émetteur et celle du titre. Les choses sont simples lorsque le risque noté est univoque et qu'il est défini de manière limitative, comme c'est le cas d'un risque de non-remboursement d'une dette financière à son échéance contractuelle. Elles se compliquent lorsque le risque comporte de multiples facettes, par exemple lorsqu'il s'agit des risques encourus par un opérateur étranger du fait des difficultés économiques ou politiques rencontrées par les autorités publiques du pays considéré. Mais le principe demeure. En dépit

de l'appellation trompeuse de « risque pays », il serait évidemment absurde d'assimiler un pays à un risque, fût-il multiforme.

La note traduit une estimation du risque en un point donné du temps. Les notateurs s'efforcent, certes, de minimiser dans leur évaluation les biais de conjoncture imputables notamment au(x) cycle(s) économique(s). Ils prennent également en compte les conséquences anticipées de la situation qu'ils évaluent, d'où des notes différentes selon les horizons temporels retenus (court terme, moyen-long terme). Cela n'empêche pas la notation du risque de rester une appréciation datée, soumise du reste à révision. Le rappel de ces limites permet d'éviter les dérives d'interprétation auxquelles les notations sont exposées.

Même ainsi strictement délimitée, la notation des risques n'en pose pas moins un certain nombre de problèmes. On peut les classer en deux catégories. Les premiers se situent en amont et concernent sa méthodologie. Les seconds se rencontrent en aval et portent sur l'incidence de sa diffusion (ou au contraire de sa

rétenion). La notation s'interprète, en effet, comme une information singulière. Pour comprendre son contenu, il faut savoir comment elle est construite. Pour saisir sa portée, il faut expliquer comment elle est entendue.

Jugement *versus* mesure

On pourrait s'étonner *a priori* que l'information transmise par les notations ne soit pas assimilable à des mesures du risque et qu'elle entretienne avec ces mesures des relations assez indirectes. L'explication principale tient au fait que les notes du risque ne renvoient pas à un concept théorique, mais répondent à une demande sociale très concrète émanant d'agents économiques aux intérêts parfois divergents.

Trois arguments peuvent être avancés pour justifier que ces notations ne soient pas des mesures du risque noté, au sens statistique du terme.

En premier lieu, le risque que cherche à appréhender le notateur en réponse à cette demande est rarement unique. Les appellations de risque sociétal et de risque pays regroupent en réalité un ensemble de risques hétérogènes et variés. Le risque pays, par exemple, tel qu'il est entendu par l'assureur crédit dans la perspective de ses entreprises clientes, ne se limite pas au risque souverain associé à la capacité d'un État à faire face à ses engagements publics. Même dans la notation financière du risque de non-remboursement d'une entreprise, un tel risque affecte, en réalité, l'ensemble des décisions de cette entreprise et touche, en particulier, ses projets d'investissement. Or, c'est cet ensemble au contour imprécis de risques liés, voire même corrélés, qui intéresse les destinataires de l'information transmise par les notations.

En second lieu, il existe, en général, plusieurs manières de mesurer un risque, même lorsque celui-ci se trouve clairement identifié, selon l'angle sous lequel il est envisagé ou l'entité qui est concernée. Ainsi le risque de non-remboursement peut-il être appréhendé dans la perspective d'une probabilité de défaut (« *value at risk* »), mais également dans celle des chances de

remboursement dans le cas où l'accident de paiement serait survenu (« *expected shortfall* »)³. L'objet de ces deux mesures n'est pas identique, mais elles traduisent l'une et l'autre des préoccupations du public. Cette difficulté se rencontre *a fortiori* lorsqu'il s'agit d'estimer le risque politique auquel se trouve confronté un investisseur étranger dans un pays déterminé et le risque environnemental engendré par l'activité industrielle d'un agent économique.

Enfin, toutes les mesures objectives d'un risque reposent sur un recueil d'informations passées. Or, l'attente des utilisateurs de l'information transmise par les notations porte exclusivement sur l'avenir. On a certes rappelé que la note représentait une estimation du risque en un moment donné. Mais il est plus aisé de tirer un enseignement prospectif d'un jugement synthétique reposant sur différentes évaluations que d'une mesure objective unique, fût-elle très perfectionnée. En voici une illustration. Les agences de notation, de même que les assureurs crédits, disposent de séries quantitatives de défauts de paiement des entreprises suffisamment longues pour être statistiquement significatives (données historiques). Ces informations ne débouchent pas directement, dans les deux cas, sur une mesure de la probabilité de défaillance, mais sont utilisées pour construire un indicateur qui contribue à éclairer le jugement porté par les analystes.

La notation est donc l'expression d'un jugement - d'où la part de subjectivité qu'elle comporte - avec les contestations qu'elle ne manque pas d'entraîner. Faut-il du reste le regretter ? Imaginons un instant que, faisant fi des difficultés qui ont été énoncées, les notes de risque soient formulées en termes de mesures objectives et exprimées dans le langage des probabilités. Il n'est pas sûr que leur diffusion ne donnerait pas lieu à des biais d'interprétation, d'autant plus pernicieux que leur contestation serait plus délicate. Vingt années de travaux des psychologues cognitivistes, portant sur la manière dont les informations probabilistes sur les risques se trouvent déformées par ceux qui les reçoivent (surestimations des petites probabilités, sous-estimations de grandes probabilités...), invitent sur ce point à la prudence⁴.

Ces mêmes auteurs, en revanche, ont mis en évidence l'intérêt d'un jugement extérieur porté sur les risques rencontrés dans telle ou telle opération, voire dans un projet d'entreprise dans son ensemble. Un écart presque inévitable se manifeste, en effet, entre l'estimation faite de l'intérieur par l'entité concernée et une évaluation, également subjective (au moins partiellement), mais faite de l'extérieur par un organisme indépendant. Les raisons en sont aujourd'hui clairement connues. Quelle que soit la rigueur de leurs exigences, les entreprises sont victimes d'un « *narrow framing* » et ont, le plus souvent, tendance à faire preuve d'une confiance excessive dans leurs propres prévisions (Kahneman and Dan Lavallo, 1993 ; Kahneman and Riepe, 1998). La conscience de ces insuffisances explique en partie certaines demandes de notation émanant des entreprises, en particulier dans des domaines nouveaux comme celui de l'environnement⁵.

Du fait de cette dimension subjective, la note attribuée est le plus souvent l'aboutissement d'une procédure collective prise, par exemple, en comité (qui peut dans certains cas donner lieu à un vote). Sans remonter aux idées de Condorcet (1986) sur la supériorité des procédures de décision collective pour trancher dans l'incertain en raison d'une argumentation développée en termes de « raisons de croire », il est intéressant de souligner le caractère procédural de la rationalité qui inspire le jugement. Sa prise en compte conduit à formuler une appréciation des notations quelque peu différente de celle qui est le plus souvent retenue. Dans cette perspective, en effet, la validité de la note repose autant sur la pertinence de la procédure qui a été suivie pour aboutir à cette note que sur les critères abstraits qu'elle tend, au moins implicitement, à maximiser. Cette observation générale va bien au-delà d'une simple correction des biais individuels par une confrontation collective.

Pour autant, le fait que la notation soit l'émanation d'un jugement n'immunise pas l'exercice de la notation de toutes contraintes méthodologiques. Bien au contraire, on serait même tenté de soutenir que c'est précisément parce que la notation est le résultat d'un jugement nécessairement empreint de subjectivité que cette exigence méthodologique s'impose à elle avec plus de force.

Classer, hiérarchiser, comparer

La note de risque qui traduit le jugement des notations aboutit à un classement sur une échelle hiérarchique préalablement construite par l'organisation responsable de la notation.

Si chaque agence possède sa propre grille, les échelles retenues (aux dénominations près) varient peu d'une agence à l'autre, facilitant ainsi les comparaisons. Schématiquement ces grilles comprennent neuf catégories auxquelles s'ajoutent des sous-rubriques notées +, -, ou 1, 2, 3, selon les agences. En outre, ces catégories peuvent être regroupées en deux grandes classes intitulées « Investissement » (catégories 1 à 4) et, « spéculative » (catégories 5 à 9)⁶. La conception même de ces échelles et sa transcription dans les systèmes de notation n'ont guère suscité de débats méthodologiques, ce qui peut surprendre en raison de l'abondante littérature mathématique sur l'organisation des relations d'ordre et les systèmes de classification. Il serait, en tout cas, souhaitable de soumettre ces classifications à des tests de pertinence.

La généralisation de la classification adoptée par les agences à l'ensemble des entités notées soulève du reste des difficultés pratiques bien connues. Ainsi, les entreprises d'un pays et le pays lui-même se trouvent notées sur la même grille de risques. Bien que les critères de notation soient différents dans les deux cas, il peut apparaître difficile d'accorder, aux titres de ses entreprises, des notes qui seraient supérieures à la note obtenue par le pays, en raison d'un effet de « *caping* ». Cet argument rencontre cependant plusieurs objections. Le degré de dépendance d'une entreprise par rapport à son État d'origine peut être très variable, selon le secteur où il opère et son degré d'ouverture sur l'étranger. De manière plus générale, l'identification nationale de certaines entreprises appartenant à un groupe multinational se révèle souvent problématique. En définitive, même dans un pays risqué eu égard à sa dette publique, on peut trouver des entreprises qui, au regard des critères de

solvabilité et de leur histoire financière, appartiendraient plutôt à la catégorie « Investissement ».

La contrainte apparente de cohérence qui est avancée ici pour justifier cette pratique masque en réalité une question de méthode plus profonde. Pourquoi utiliser un même système de classification pour noter des risques différents portés par des entités distinctes, alors même que les critères retenus pour les apprécier ne sont pas identiques ? Rien ne prouve, *a priori*, dans ces conditions, que les échelles pertinentes pour classer la dette souveraine d'un pays soient nécessairement les mêmes que celles qui ont été conçues pour apprécier la qualité du crédit des entreprises de ce pays.

Il est certes commode de disposer d'une grille unique permettant de classer tous les risques. Une telle standardisation facilite les comparaisons à condition que ces risques soient comparables, ce qui peut se discuter dans le cas précédemment mentionné. C'est pourquoi, le choix d'une grille permettant le classement hiérarchique des risques devrait toujours procéder d'une réflexion préalable sur la comparabilité des risques destinés à être classés selon cette grille.

Le principal intérêt de ces classifications est donc de faciliter les comparaisons en termes de risques et d'éclairer ainsi les arbitrages entre créances, et plus généralement entre titres de même type. De même, les *ratings* pays permettent également d'aider les choix entre des engagements sur des pays différents. Ces classements débouchent également sur des comparaisons dans le temps. L'existence d'échelles de notation offre ainsi la possibilité de réaliser des coupes chronologiques entre classes de rating qui se révèlent intéressantes, en particulier en matière financière. Pour répondre à cette demande, les différentes agences de notation ont construit des matrices de transition destinées à favoriser ce traitement diachronique⁷. Outre les difficultés techniques concernant la stabilité structurelle de ces matrices face aux changements de notes, la pertinence des résultats ainsi obtenus dépend, en amont, de la permanence des méthodes utilisées par les agences pour classer l'objet noté dans l'une ou l'autre des catégories qui ont été définies. Or, les méthodologies utilisées par les agences s'affinent et

s'enrichissent au cours du temps, entraînant, de ce fait, de nouvelles difficultés dans l'interprétation de ces comparaisons.

Plusieurs modifications sont intervenues qui portent à la fois sur le choix des variables retenues et sur le traitement des informations qu'elles contiennent, en vue de nourrir les jugements possibles sur les risques. Certaines sont communes à la plupart des *ratings*, d'autres au contraire, sont spécifiques aux types des risques notés. L'évolution comparée des notations financières, d'une part, et des notations internationales, d'autre part, est révélatrice de ce double mouvement. Du côté des notations financières, on constate une prise en compte plus large de variables quantitatives tirées d'un traitement statistique des données de marché (Moody's, 2002, Standard and Poor's, 2002). Cette tendance observée, par-delà des différences selon les agences, conduit à recourir davantage en arrière fond à des modélisations quantitatives, sans pour autant abandonner la perspective initiale d'un jugement subjectif pour un système de *rating* rigide.

Les notations pays, de leur côté, ont introduit de nouvelles variables à la suite de la crise asiatique afin de mieux appréhender le risque systémique lié au secteur bancaire et les risques de marché, tout en intégrant de manière directe les informations disponibles sur les défauts de paiement des entreprises⁸. Cette extension n'a pas modifié, cependant, la méthodologie générale des indicateurs pondérés qui dominent les notations du risque pays pratiquées par les assureurs crédits (Coface, par exemple). Ces tableaux servent, là aussi, de référence objective à l'appréciation subjective que transmet la note de classement. On peut regretter à ce sujet que ces systèmes *rating* n'aient pas, jusqu'à présent, exploité les ressources des méthodes de l'analyse multicritère qui trouveraient pourtant ici un champ d'application privilégié.

Il reste que, dans les deux cas (notations financières et notations pays), l'articulation entre ces modèles quantitatifs, construits sur des valeurs cardinales, et l'exercice de classement ordinal, qui caractérise les opérations de notation, n'est pas toujours transparente.

Information publique, information privée et réactivité des agents

Le second ordre d'interrogations que suscitent ces notations concerne la manière dont elles sont entendues et interprétées. À ce stade, il importe de distinguer le cas où ces notes constituent des informations publiques destinées à être largement diffusées - comme les notations des agences ou de certains assureurs crédits - de celui des notes produites par des organismes financiers - comme les banques ou certaines entreprises - conçues à leurs fins propres qui sont, au contraire, gardées secrètes et restent pour cette raison des informations privées.

Cette distinction entre information publique et information privée s'applique également au contenu des informations transmises par ces notes. Les notes rendues publiques par les agences et les autres organismes de notation utilisent conjointement des informations de sources publiques et privées, de même, du reste, que les notes élaborées à usage interne. On verra par la suite que leur impact sur les décisions n'est pas le même selon la proportion connue (ou supposée) des unes et des autres.

Il existe aujourd'hui beaucoup de travaux portant sur l'impact des notations publiées sur le comportement des opérateurs économiques, principalement financiers. Un grand nombre de ces études a, du reste, été réalisé par les agences elles-mêmes, ou à leur demande.

On dispose, en revanche, de peu de matériaux pour connaître l'incidence des notations internes sur les décisions des organismes qui recourent à ces dispositifs de notation. Ce constat ne signifie pas que les premières pèsent plus sur les décisions que les secondes. On serait même porté à penser que, dans bien des cas, c'est plutôt l'inverse. Mais les possibilités de vérifier empiriquement cette conjecture se trouvent évidemment réduites.

En ce qui concerne la publication des notations d'agences, la plupart des recherches se sont concentrées sur l'analyse des réactions observées aux changements de note à la hausse (« *up grade* ») comme à la baisse (« *down*

grade ») sur les différents marchés d'actions et de titres obligataires. Sans surprise, les résultats économétriques mis en évidence par ces études confirment, sur ce point, plusieurs traits plus généraux mis en évidence depuis quelque temps par les tenants de ce que l'on appelle la finance comportementale⁹. Très schématiquement, en effet, les réactions s'avèrent beaucoup plus marquées au déclassement (« *bad news* ») qu'au surclassement (« *good news* »), en accord avec une forte aversion pour les pertes (Holtausen and Leftwich, 1986, Hand, Holtausen, and Leftwich, 1992). Encore faut-il affiner cette observation selon que la baisse de la note surprend ou non et que le marché observé est celui des actions ou des obligations. L'effet de surprise est évidemment déterminant dans la réaction des agents. Quant au marché des actions, il se révèle beaucoup plus sensible aux annonces de ces modifications de notes que celui des emprunts et titres obligataires (Goh and Ederington, 1993).

Les réactions à la diffusion de l'information transmise par ces notes ne sont pas sans lien avec leur contenu. Ainsi, plus les informations recueillies sur le marché bénéficient d'une forte pondération dans la note finale attribuée à un titre, moins cette note surprendra les analystes et plus son incidence sera réduite. C'est du reste la tendance que l'on observe depuis quelque temps. Mais ces observations confirment surtout les interprétations comportementales qui ont été proposées pour expliquer la surréactivité et la sous-réactivité des marchés financiers aux informations dont disposent les opérateurs. Il semble établi aujourd'hui que, en règle générale, les agents économiques surréagissent aux baisses qui véhiculent une mauvaise nouvelle et sous-réagissent aux hausses, synonymes de bonnes nouvelles (de Bondt et Thaler, 1985, 1987, 1990, 1998).

L'analyse de ce biais cognitif a été récemment affinée en distinguant le type d'informations véhiculées par ces changements, selon qu'elles contredisent les prévisions des agents ou seulement les prévisions précédemment annoncées par les organismes notés ; la réaction étant beaucoup plus nette dans le premier cas¹⁰.

On a pu constater, en outre, que les opérateurs de marché ont tendance à surréagir aux informations privées qu'ils peuvent détenir ou acquérir et à sous-réagir aux informations publiques, sauf si ces dernières

confirment ces informations privées (Kent, Hirshleifer and Subrahmanyam, 1998). Appliquées aux notations financières, ces caractéristiques comportementales expliquent d'abord pourquoi l'impact sur les marchés de ces notations publiques reste, dans l'ensemble, relativement modéré. Elles montrent également que leur incidence devient déterminante lorsqu'elles confortent des informations d'origine privée déjà négatives ou que les opérateurs croient qu'elles sont porteuses d'informations privées.

L'incidence des notations du risque crédit des pays a également été étudiée, surtout depuis les crises qui se sont succédées à la fin des années 1990 (crise mexicaine de 1994, puis crises asiatiques). Les études portent exclusivement sur les notations du risque souverain pratiquées par les principales agences¹¹. Les résultats mis en évidence sont beaucoup moins clairs que pour les notations financières. Ils varient selon les objectifs recherchés et les méthodes de traitement des données utilisées. Les premiers travaux d'ensemble sur l'impact du relèvement ou de l'abaissement des notes pays sur le déclenchement de ces crises et leur déroulement ont d'abord vérifié l'impression intuitive que les notes des agences n'avaient pas anticipé les crises, mais qu'elles les avaient plutôt accompagnées. La modification de ces notes semblait cependant avoir eu un effet très sensible sur les indicateurs choisis pour mesurer les crises monétaires et bancaires (Kaminsky and Reinhart, 1999). Ces conclusions ont été reprises sur des bases quelque peu différentes et étendues dans une étude du centre de développement de l'OCDE (Reisen and Von Maltzan, 1999)¹². En gros, et comme le dénonçait déjà Stiglitz depuis un moment, l'information diffusée par les changements dans la notation des pays aurait un effet procyclique sur l'économie des pays émergents, alors même que, améliorée dans son élaboration et surtout mieux utilisée, elle pourrait jouer, au contraire, un rôle stabilisateur.

Des recherches empiriques plus récentes menées à bien par d'autres auteurs sur la base d'instruments statistiques plus élaborés (impact d'événements, économétrie de panels) donnent une image différente de la réalité (Kraüssi, 2000, 2003). On peut résumer ainsi leurs résultats. Les autorités gouvernementales se révèlent

beaucoup plus réactives aux notations des agences que les acteurs du marché. Une très nette asymétrie se manifeste, par ailleurs, entre l'effet des abaissements et des relèvements des notes sur l'ensemble des réactions.

Les premiers engendrent une réponse nette et rapide tandis que les seconds ont peu d'effets. Ces conclusions permettent de faire un pont entre les incidences des notations financières et celles des notations pays sur le comportement des agents économiques. On retrouve d'abord l'asymétrie entre les abaissements et les relèvements de notes qui traduit une tendance très générale chez les agents économiques. La divergence observée entre les comportements des autorités gouvernementales et ceux des opérateurs de marché s'explique également en termes d'information et d'anticipation. Les informations contenues dans les notations ont souvent été déjà anticipées par le marché, tandis que les messages transmis par les annonces des agences à travers leurs signaux « *watchlist* » et « *outlook* » gardent un fort impact sur les gouvernements. On peut en donner deux raisons qui vont dans le sens des explications précédentes. D'une part, les gouvernements croient pouvoir déceler dans ces risques une information privée qui leur échapperait. D'autre part, et peut-être surtout, ils s'inquiètent de la publicité donnée à cette information négative, parce qu'ils redoutent ses effets sur les autres, c'est-à-dire sur l'ensemble de la communauté financière internationale.

Les hypothèses comportementales suggérées par ces études empiriques ouvrent des perspectives intéressantes de recherche en introduisant dans l'analyse les niveaux d'information et de connaissance de ces informations par les agents. On peut, de cette manière, interpréter avec quelques auteurs les crises de paiements internationaux comme autant de manifestations d'échec de coordination entre débiteurs et créanciers (Morris and Shin, 1999, 2000). Cette perspective conduit à traiter cette question en termes de « jeux globaux », ce qui permet d'identifier les deux fonctions distinctes jouées ici par l'information publique : informer chaque décideur sur l'état des fondamentaux économiques, mais également fournir un point d'ancrage pour leurs croyances réciproques. Or, les modèles proposés par ces auteurs montrent comment la conjugaison vertueuse

de ces deux fonctions peut se trouver perturbée par l'introduction d'informations privées. Celles-ci tendent à réduire la première fonction de l'information publique (améliorer la connaissance des fondamentaux) en exacerbant sa seconde fonction (chercher à tout prix des points de coordination). D'où la conséquence suivante, apparemment paradoxale : dans un monde où domine l'information privée, il est sans doute préférable que l'information publique ne soit pas trop précise, afin de réduire les risques d'équilibres multiples qui menacent le succès de la coordination (Morris et Shin, 2003).

Ce nouveau cadre d'analyse met clairement en évidence le rôle ambigu des notations pays. La publication de ces notes en fait des informations publiques qui concourent, à ce titre, au mécanisme qui a été décrit. Mais une partie de ces informations est puisée à des sources privées, réduisant, pour cette raison, la portée économique de l'information publique. Tout dépend, en fin de compte, de la manière dont ces notes se trouvent interprétées par les opérateurs, ce qui nous ramène à la dimension cognitive privilégiée par l'approche comportementale des études sur les notations financières.

Notes

1. Laboratoire d'Économie et de sociologie des organisations de défense.
2. Les deux sont souvent confondues, au moins en France. Les mêmes agences spécialisées notent l'environnement et le social, soit séparément, soit dans une note composée. Il s'agit le plus souvent de notations effectuées sur la base des engagements des entreprises. Sur l'ensemble des questions particulières soulevées par ces notations, on peut consulter les travaux de l'Orse, l'Observatoire sur la responsabilité sociétale des entreprises.
3. Sur les différences de ces deux mesures, cf. l'article de Merli et Roger « Mesures et notations » dans ce numéro.
4. D. Kahneman et A. Tversky ont mis en évidence ces déformations au cours d'un très grand nombre d'expériences variées, cf. Kahneman and Tversky (1979), Tversky and Kahneman (1992).
5. Il convient de noter ici une différence avec les notes financières. Les notations environnementales ou sociétales sont le plus souvent réalisées à la demande des investisseurs. Elles concernent en priorité de grands groupes, mais commencent également à intéresser certaines PME.

6. À ces indications, il faut ajouter les appréciations qualitatives formulées en termes de « mises sous surveillance » (« watchlist ») pour le court terme et de « perspectives » (« outlook ») pour le long terme.

7. Ce qui implique évidemment une quantification des notes initialement présentées sous forme ordinale.

8. À titre d'exemple, on peut consulter la méthodologie introduite par la Coface en 2001 sous la forme de notes pays dans un @rating.

9. Pour une vue d'ensemble cf. Shefrin ed. (2001) Vol. I, II, et III.

10. Pour une analyse détaillée de cette asymétrie, Amir and Ganzach (1998).

11. On observera, du reste, que les notes pays publiées à cette époque par la Coface n'étaient pas très éloignées des notes du risque souverain attribuées par les principales agences aux mêmes pays.

12. Dans cette étude, les auteurs ont recherché les corrélations entre les notations pays de Moody's et Standard and Poor's et des indicateurs différents pour les crises monétaires et bancaires. Les résultats économétriques ainsi mis en évidence paraissent plus robustes sur les indicateurs monétaires que sur les indicateurs bancaires. Les tests de causalité réalisés dans les travaux de Reisen et Von Maltzan (1999) ont révélé cependant une forte auto-corrélation entre le changement des notations souveraines de ces agences et celui des rendements obligataires, ce qui réduit la portée de ces résultats.

Bibliographie

- AMIR, E., and GANZACH, Y., Over reaction and under reaction analysts forecast, *Journal of Economic behaviour and organization*, 37, 1998.
- CONDORCET, J.A.N. DE CARITAT, [1785], Essai sur l'application de l'analyse de la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix, Paris, Fayard, 1986.
- DE BONDT, W.F.M. and THALER, R.H., Does the stock market over react ?, *The journal of finance*, 40, 1985.
- DE BONDT, W.F.M. and THALER, R.H., Further evidence on investor over reactions and stock market seasonality, *The journal of finance*, 42, 1987.
- DE BONDT, W.F.M. and THALER, R.H., Do security analysts over react ?, *American Economic Review*, 80, 1990.
- DE BONDT, W.F.M. and THALER, R.H., A portrait of the individual investor, *European Economic Review*, 42, 1998.
- GOH, J.C. and EDERINGTON, L.H., Is a bond downgrade bad news, good news or no news for stockholders ?, *The journal of finance*, 48, 5, 1993.

- HAND, J.R., HOLTHAUSEN, R.W. and LEFTWICH, R.W. The effect of bond rating agency announcement on bond and stock prices, *The Journal of Finance*, 47.
- HOLTHAUSEN, R.W. and LEFTWICH, R.W., The effect of bond rating changes on common stock prices, *Journal of Financial Economics*, 17, 1986.
- KAHNEMAN, D. and LOVALLO, D., Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on Risktaking, *Management Science*, 39, 1, 1993.
- KAHNEMAN, D. and RIEPE, M. W., Aspects of investor psychology, *The journal of portfolio management*, Summer, 1998.
- KAHNEMAN, D. and TVERSKY, A., Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47, 1979.
- KAMINSKY, G. L. and REINHART, The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems, *American Economic Review*, 89, 3, 1999.
- KENT, D., HIRSHLEIFER, D. and SUBRAHMANYAM, A., Investor psychology and security market under over reaction, *The journal of finance*, 53, 1998.
- KRAÜSSI, Sovereign credit ratings and their impact on recent financial crises, *Center for Financial Studies*, 4, 2000.
- KRAÜSSI, Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises ?, *Center for Financial Studies*, 18, 2003.
- MERLI, M. et ROGER, P., Mesures de risques et notations, *Risques*, n° 61, 2005.
- MORRIS, S. and SHIN, H., A theory of currency attacks, in *Asian Financial Crisis*, P-R Agenor allié ed. Cambridge, Cambridge University Press, 1999.
- MORRIS, S. and SHIN, H., Global games : theory and application, mimeo, 2000.
- MORRIS, S. and SHIN, H., Coordination risk and price debt, *European Economic Review*, 4, 2003.
- REISEN, H. and Von MALTZAN, Boom and bust and sovereign ratings, OECD Development Center, technical papers n° 148, 1999.
- SHEFRIN, H. ed., *Behavioral Finance*, Vol. I, II, III, Cheltenham Edward Elgar, 2001.
- TVERSKY, A. and KAHNEMAN, D., Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty, *Journal of risk and uncertainty*, 5, 1992.

LA NOTATION DU RISQUE FINANCIER

Jeanne-Françoise de Polignac

Présidente, Standard & Poor's France

Identifier et mesurer le risque financier demeure une préoccupation constante pour les acteurs des marchés qui n'ont que trop souvent à subir les effets de situations qu'ils maîtrisent mal. Quelles que soient, en effet, l'importance et la qualité de l'information fournie par les emprunteurs aux prêteurs, celle-ci est souvent difficilement exploitable ; il demeure presque toujours une inégalité foncière entre les informations dont disposent les uns et les autres au détriment des investisseurs.

Pour répondre à cette demande plusieurs possibilités sont envisageables ; mais, au cours des dernières décennies, la « notation » a constitué la réponse la plus répandue et la plus largement acceptée.

La notation financière est de fait très spécifique et a un objet très précis : elle donne l'opinion d'un tiers indépendant sur le risque de non-remboursement d'une dette financière à son échéance contractuelle. Rien de plus, rien de moins... mais, si l'on en croit le développement de la notation au cours de ces dernières années, ce type d'information concourt très utilement à la décision des investisseurs. Cette information a d'ailleurs été largement utilisée à des fins réglementaires pour déterminer des seuils d'investissement acceptables, et par de nombreux investisseurs, à titre plus ou moins subsidiaire, dans le cadre de leur politique de gestion. À cela s'ajoute la méthode standard adoptée dans le cadre de la détermination des ratios de capitaux propres de la réforme dite de « Bâle II ».

Le risque de crédit n'est certes pas le seul risque financier ; mais, aujourd'hui, la notation porte essentiellement sur ce type de risque qui dans un bon nombre de cas synthétise un certain nombre d'autres risques financiers et fournit donc une information fort utile.

Le défaut de paiement peut être le fait d'un émetteur - quel qu'il soit : société commerciale, banque, société d'assurances, États, collectivités locales, véhicules *ad hoc*... -ou encore d'un titre de dette - billet de trésorerie,

certificat de dépôt, obligation... Dans l'un et l'autre cas, la notation se traduit par un symbole (lettres et éventuellement chiffres selon les agences : AAA, Aa1, BBB...) qui synthétise l'information et la rend immédiatement lisible et utilisable par les acteurs du marché.

Les agences de notation financières internationales sont assez largement connues maintenant : Moody's, Standard&Poor's et Fitch ; mais, contrairement à ce que l'on pense souvent, il en existe en fait un nombre beaucoup plus élevé, environ 150 au niveau mondial, dont certaines ont une réputation locale ou sectorielle établie alors que d'autres ont un champ d'activité beaucoup plus modeste.

Les agences donnent une opinion sur la qualité de crédit d'un émetteur ou d'une émission : cette opinion, totalement indépendante, résulte d'une étude approfondie de tous les éléments qui peuvent avoir une influence positive ou négative sur cette qualité de crédit. Ces éléments sont quantitatifs et qualitatifs et, par conséquent, la notation intègre obligatoirement une certaine part de subjectivité - raison pour laquelle il s'agit bien d'une opinion et non pas d'une vérité mathématique.

Par ailleurs, la qualité de crédit d'un émetteur est appréciée en elle-même mais aussi sur une base comparative de manière à assurer une cohérence des notes entre

elles : une même note doit signifier le même niveau de solidité de crédit, quel que soit le type d'entité et son origine nationale.

Si l'on considère le champ de la notation tel qu'il est appréhendé aujourd'hui par les agences de notation, on peut y voir deux composantes essentielles : la notation des entités (sociétés industrielles, banques, États, collectivités locales) et la notation des instruments de dette (obligations, papier commercial, crédits bancaires syndiqués, pour ce qui est du domaine relativement simple, mais aussi, et de plus en plus, titres hybrides, titres structurés de toute sorte, émissions titrisées, obligations foncières...). Dans tous les cas, le principe de base est le même : on apprécie la qualité de crédit de l'émetteur mais, dans le cas des titres de dette, on appréhende aussi les vertus du montage qui isole plus ou moins le risque de crédit des créances sous-jacentes.

C'est ainsi qu'il arrive fréquemment que la note dite de référence ou de contrepartie attribuée à une entité soit différente de celle qui peut être attribuée à un titre de dette émis par cette même entité : c'est le cas des émissions subordonnées ou, en sens inverse, des émissions rehaussées.

La notation d'un émetteur

Comme on l'a déjà précisé plus haut, cette notation résulte de tous les éléments qui, d'une façon ou d'une autre, ont ou peuvent avoir une influence sur la qualité de crédit d'un émetteur : environnement géopolitique, fiscal, économique, concurrentiel, secteur économique auquel appartient l'émetteur, qualité de la gestion et, bien sûr, éléments comptables et financiers. L'objet de l'analyse est de dégager les tendances à moyen et long termes (3 à 5 ans), non de donner une image instantanée de la qualité de crédit de l'émetteur. Une vision à court terme qui s'appuierait, par exemple, uniquement sur l'évolution du cours de bourse d'une société - par définition extrêmement volatile - n'aurait qu'un intérêt limité et donnerait peu d'information au-delà de l'immédiat.

Il est évident que si le but de l'analyse est le même quel que soit le type d'entité - pays, collectivité locale, banque, société commerciale, société d'assurances... - les éléments étudiés sont spécifiques à chaque type d'activité et prennent en compte l'environnement particulier de chaque entité. Pour noter une banque de détail en France et en Argentine, on examinera leurs marchés respectifs et leurs comptes, mais il est clair que l'environnement politique et économique de la banque argentine pèsera d'un poids considérable sur sa note de solidité financière finale alors que la banque française ne sera pas handicapée, bien au contraire, par ces facteurs.

Pour attribuer une note à une entité, il convient bien sûr de dégager les éléments les plus significatifs pour la détermination de la qualité de crédit, mais aussi de les pondérer correctement, et c'est là un exercice difficile : il n'y a pas de formule absolue, inscrite dans le marbre. Certains facteurs défavorables peuvent être compensés par d'autres éléments plus favorables mais cet équilibre lui-même est susceptible d'évolution et de changement au fil du temps et il convient de discerner les tendances ; ce qui relève à la fois d'une approche objective et subjective. On peut mettre en équation tout ce que l'on veut, se servir de batteries de ratios, sans que ceux-ci soient inutiles, loin de là ; ils sont néanmoins souvent insuffisants, ce qui amène certains à dire que l'analyse financière n'est pas une science mais un art !

Même s'il est fondamental de souligner l'importance du poids relatif des différents éléments qui permettent d'attribuer une note, il existe un certain nombre de points clés qui sont pris en considération de façon systématique, quelles que soient les circonstances.

À titre d'exemple, on peut rappeler les points examinés à l'occasion de la notation d'une société industrielle ou commerciale et qui peuvent se ranger en cinq grandes catégories :

- le risque « État » : l'existence et l'activité d'une société peuvent être très largement influencées par le système politique, social, économique et fiscal du pays dans lequel elle opère et il appartient à l'analyse de déterminer le niveau des contraintes ou, au contraire, des avantages que cet environnement représente pour son activité. Un exemple parmi d'autres : une

société, même tout à fait prospère, verra sa capacité de remboursement d'une dette en devise étrangère limitée par un système strict de contrôle des changes, ce qui ne manquera pas d'avoir des conséquences sur sa note.

À ce stade, il convient néanmoins de préciser que la plupart des agences n'appliquent pas de façon systématique une règle de plafond souverain qui limiterait automatiquement la note d'une société au niveau de celle du pays - quelle que soit la qualité intrinsèque de la société, la note du pays est prise en compte, bien entendu, mais en fonction de l'autonomie réelle du financement de la société ; la note de cette dernière peut ne pas être absolument contrainte par celle du pays.

- le risque lié au secteur d'activité : il s'agit là d'apprécier le degré de dépendance d'un secteur d'activité par rapport à l'évolution économique globale. Certaines activités comme les transports, la construction, l'industrie automobile sont extrêmement sensibles à l'évolution économique et souffrent immédiatement en cas de récession ou même en cas de moindre croissance alors que des secteurs comme les services de santé, les industries de défense ou les services de traitement des eaux sont beaucoup plus indifférents aux évolutions de la conjoncture économique et leur chiffre d'affaires est peu affecté par cette conjoncture. Est aussi à prendre en considération, à ce stade, le degré de maturité du secteur : secteur ancien dont les perspectives de croissance sont relativement modestes, secteur « nouveau » à fort potentiel. Allant du plus général au plus particulier, on analysera la situation propre de l'entreprise considérée dans son secteur : comment se situe-t-elle par rapport à ses pairs ? Quels sont sa part de marché, ses atouts concurrentiels ?

- l'examen de la gestion et de la stratégie de l'entreprise fournit aussi des données très précieuses. Même si le passé n'est jamais garant de l'avenir, la façon dont les équipes dirigeantes se sont comportées jusque-là et leurs options stratégiques donnent des indications fort utiles pour évaluer l'impact potentiel des décisions de gestion sur la structure financière de l'entreprise. Il s'agit là, en bonne partie, d'une approche du « gouvernement d'entreprise » mis en œuvre par la société.

- ce n'est qu'après l'examen de tous ces éléments que l'on aborde vraiment l'analyse des comptes : évolution de la structure du bilan et des comptes de résultat, analyse des engagements hors bilan ; il s'agit bien sûr de retraiter les comptes pour faire ressortir autant que possible la réalité économique au-delà des simples normes comptables. Plus encore, l'analyse prospective s'enrichit également des données prospectives qui peuvent être communiquées : budgets, comptes prévisionnels et autres. Tous ces éléments permettent d'établir des ratios financiers comparables entre les entreprises quelles que soient les particularités comptables nationales.

- dernière étape de l'analyse : la modélisation des *cash flow* et autres ratios financiers qui permettent d'avoir une approche plus fine de ce qu'est vraiment la capacité d'une entreprise de rembourser sa dette financière à l'échéance contractuelle. Il est aussi opportun de souligner à ce stade que la notation financière ne prend en général que très indirectement en compte l'opinion du marché telle qu'elle se traduit par le niveau des *spreads* et/ou l'évolution du cours de bourse de l'entité. Ces indications ne sont pas pour autant écartées, mais elles ne font que s'ajouter aux autres types d'informations dont disposent les analystes pour fonder leur opinion sur les tendances « lourdes » de l'évolution de la qualité de crédit de l'émetteur sans s'arrêter à des réactions conjoncturelles sans lendemain. Il va de soi néanmoins que lorsque les réactions des marchés sont, à tort ou à raison, d'une amplitude telle qu'elles peuvent mettre en péril les capacités de refinancement d'un émetteur, l'analyse devra en tenir le plus grand compte.

Tels sont très schématiquement les étapes de l'analyse, à partir des données publiques ou non fournies par les entreprises, mais aussi en utilisant tous les renseignements pertinents disponibles. L'étude est alors soumise à un comité de notation composé d'analystes spécialistes du secteur et c'est ce comité qui donne son opinion sous forme d'une note accompagnée d'un commentaire explicatif. Note et commentaires sont alors mis à la disposition du marché par voie de communiqué de presse. Avec des nuances, ce système est celui de toutes les grandes agences de notation financière car il permet de répondre aux impératifs essentiels de ce type

d'exercice : la fiabilité, l'indépendance et la transparence des opinions émises.

La fiabilité de la notation : les agences publient régulièrement des statistiques sur les taux de défaillance des notes. Au-delà des accidents bien connus - Enron, Worldcom, Parmalat - qui tous trois relèvent essentiellement de la fraude organisée, la fiabilité des notes, sans prétendre à la perfection, atteint néanmoins un niveau très élevé et d'une grande régularité. Cela explique d'ailleurs que malgré les critiques, polémiques, débats qui ont fait rage ces dernières années aux États-Unis et en Europe, la notation ait poursuivi son développement rapide et soit aujourd'hui un élément « incontournable » de l'approche de la qualité de crédit, même s'il n'est pas le seul, ce qui est parfaitement souhaitable et sain.

L'indépendance de l'opinion des agences : quelquefois mises en doute du fait du modèle économique de la majorité des agences, qui met à la charge des émetteurs le coût de la notation, cette indépendance est, avec la fiabilité des notes, une condition *sine qua non* de la crédibilité des agences. Celles-ci mettent d'ailleurs tout en œuvre pour assurer l'indépendance de leurs opinions : pas de liens capitalistiques avec des banques ou des *brokers*, règles internes très strictes concernant le comportement et la rémunération des analystes, séparation des fonctions commerciales et analytiques. À ce jour d'ailleurs, rien ne permet d'étayer sérieusement un manque d'indépendance ; c'est d'ailleurs la base de la réputation des agences et ce bien est évidemment trop précieux pour risquer d'être mis en péril.

Parce que la notation est une opinion fondée à la fois sur des éléments objectifs et subjectifs, il n'est pas toujours évident de faire partager les termes de l'analyse par tous les intervenants du marché. Les retraitements financiers peuvent être parfois délicats mais, surtout, la pondération des différents facteurs de risques financiers peut être quelquefois mal comprise parce que, tout d'abord, elle n'est pas statique, elle évolue en fonction de l'évolution des marchés eux-mêmes et, ensuite, elle participe obligatoirement d'une certaine part de subjectivité (verre à moitié vide/verre à moitié plein). La transparence des méthodes et des critères est une demande constante des émetteurs et des investisseurs parce que, dans une situation idéale, elle permettrait aux

uns et aux autres d'éviter ce qu'ils redoutent le plus : l'inattendu, la mauvaise surprise.

La nécessité d'une bonne transparence n'est d'ailleurs pas à sens unique, c'est aussi une demande constante des agences de notation elles-mêmes : il est fort désagréable de devoir brutalement remettre une note en cause parce que certaines informations n'ont pas été, ou seulement partiellement, communiquées en temps opportun !

La notation des émetteurs, selon les méthodes et principes qui viennent d'être brièvement évoqués, constitue la partie la plus visible et la plus turbulente de ce que l'on qualifie traditionnellement de « notation financière ». À la notation des émetteurs, se rattache très étroitement la notation des titres de dette « classiques » dont la qualité de crédit est immédiatement dépendante de celle de l'émetteur : papier commercial, obligation simple.

La titrisation

Mais, en dehors de ce cadre « classique », la notation a connu ces dernières années un développement considérable lié à l'explosion des techniques de financement plus sophistiquées comme les financements de projets ou la titrisation. En 2003, le volume des nouvelles émissions de titrisation (ABS et CDO) dans le monde s'est élevé à environ 1 500 milliards de dollars contre environ 280 en 1997 (source : JP Morgan) et cette croissance exponentielle ne donne aucun signe d'essoufflement, bien au contraire.

Ces financements s'adressent essentiellement aux professionnels et non au « grand public » des marchés ; c'est pourquoi ils sont beaucoup moins visibles. Il n'en demeure pas moins qu'ils sont de plus en plus utilisés et leur sophistication explique le recours quasi systématique à la notation. Le succès de la titrisation s'explique par sa grande souplesse d'utilisation et le fait qu'elle permette, d'une part, d'effectuer efficacement des transferts de risque de crédit, mais, d'autre part, aussi de faciliter le financement en offrant la possibilité aux investisseurs de

s'adapter très exactement à leurs besoins en leur offrant des financements sur mesure.

Cette technique repose sur trois caractéristiques qui la distinguent des instruments de dette classiques : la constitution d'ensembles d'actifs financiers, la création de « tranches » ou de parts sur mesure adossées à un ensemble spécifique d'actifs et la déconnexion des risques de crédit des ensembles d'actifs par rapport à leur émetteur d'origine. Dans ce cas, le risque de crédit pour l'acheteur d'une tranche relève essentiellement de deux éléments : le risque de crédit des actifs sous-jacents et la solidité des flux financiers générés par la structure, ainsi que l'assurance de leur affectation au remboursement de ladite tranche.

Comme dans tout titre de dette, la notation est affectée à une tranche et donne une indication sur l'opinion de l'agence sur les chances de remboursement de cette tranche selon le calendrier contractuel. Cette notation s'exprime par un symbole : lettre et/ou chiffre (AAA, Aaa, BBB+, Bbb...). Dans une même structure de titrisation, ABS, CDS, RMBS, CDO..., il existe classiquement des tranches dont les notes sont différentes et qui s'adressent à des types d'investisseurs distincts. Les tranches les mieux notées sont celles qui portent le risque le moins élevé, tandis que les tranches les moins bien notées supportent tout ou partie du risque de crédit des actifs de l'opération.

Si le principe général de la notation des opérations de titrisation est le même que pour un émetteur ou un titre de dette, la méthodologie mise en œuvre présente des différences notables. Cette distinction tient essentiellement à la différence d'approche entre notation « classique » et titrisation. Dans le premier cas, la notation porte sur une entité qui préexiste avec ses caractéristiques propres, alors qu'une opération de titrisation se construit sur mesure, en fonction des besoins d'un ou de plusieurs émetteurs. L'agence de notation intervient donc dès le début avec les parties en cause (cédant, intermédiaire, gestionnaire, dépositaire...) pour donner son opinion sur la qualité des actifs mis dans l'opération et la qualité juridique du montage.

Si un investisseur, par exemple, souhaite souscrire une tranche d'un CDO notée AAA, il faudra que l'agence s'assure que le montage permet bien de donner cette

note. Cela signifie que le risque de crédit des actifs sous-jacents est adéquat, que les *cash flow* générés par ces actifs sont suffisants pour assurer le paiement des intérêts et du capital selon le calendrier contractuel, que le ou les gestionnaires des actifs ainsi que le dépositaire des flux financiers ont les compétences requises, mais aussi qu'aucun tiers ne puisse revendiquer un droit quelconque sur les actifs ou leurs revenus ; ce qui signifie en pratique que les actifs sont totalement isolés dans une structure *ad hoc*.

De fait, les opérations de titrisation sont pratiquement toujours notées par une ou plusieurs agences et le recours à la notation comme source d'information sur la qualité de crédit d'une émission titrisation semble plus important que pour le marché obligataire classique. D'après plusieurs études menées en particulier par la Banque centrale européenne, la fréquence du recours à la notation par les banques semble inversement proportionnelle au niveau de sophistication des banques en question ; ce qui, au demeurant, semble parfaitement logique ! La même étude indique aussi clairement que les investisseurs ne se fondent pas uniquement sur les notes pour prendre leurs décisions, celles-ci ne constituant qu'une source d'information parmi d'autres, ce qui est aussi tout à fait normal et souhaitable.

En tout état de cause, la note d'une émission structurée apporte aux investisseurs un nombre de renseignements particulièrement précieux qu'il serait souvent long et difficile de recueillir autrement. La note reflète la qualité de crédit des actifs sous-jacents, mais aussi des tiers qui interviennent dans la structure et, de ce fait, permet de prendre en compte les différents conflits d'intérêt potentiels qui peuvent exister entre ces tiers (arrangeur, dépositaire, gestionnaire...), mais aussi entre les différentes classes d'investisseurs (seniors et subordonnés). La note prend également en compte la solidité juridique de la structure qui assure la transmission des flux financiers en fonction des options retenues : priorité des parts en fonction de leur seniorité, efficacité du transfert éventuel des actifs à une structure *ad hoc*...

Autre intérêt de la notation des opérations structurées pour les investisseurs : le suivi de ces opérations que les agences sont pratiquement les seules à pouvoir assurer

réellement. Compte tenu en effet de la complexité de ce type d'opérations, il est beaucoup plus difficile pour un investisseur d'obtenir des informations sur l'évolution de ses différents composants (qualité des actifs, comportement des parties en cause, incidence des éventuelles modifications législatives et fiscales...) que sur une émission obligataire classique.

Enfin, dans la mesure où les agences de notation travaillent très étroitement avec les arrangeurs et ont acquis en quelques années une connaissance approfondie de ce type de marché, elles participent très largement au développement de ce marché en permettant l'intégration rapide de multiples classes d'actifs au-delà des actifs traditionnels. En affinant en permanence leurs modèles et leur approche des

différents types de risques, les agences de notation permettent de répondre aux demandes toujours plus sophistiquées des investisseurs.

En tant qu'outil de communication, la notation est donc devenue au fil des années un acteur très présent des marchés financiers et il est vraisemblable que cette présence aura tendance à s'étendre encore. Une connaissance toujours plus approfondie des techniques et des pratiques financières et comptables, un effort constant de communication claire et exhaustive joints à la poursuite de la politique actuelle d'indépendance absolue des agences devraient ainsi permettre à la notation financière de participer efficacement à l'amélioration de la transparence des marchés.

CINQ QUESTIONS POUR LA NOTATION

Nicolas Véron¹

Associé fondateur, ECIF

La notation financière fait l'objet, depuis de nombreuses années, de controverses et de débats dont il est difficile de résumer l'actualité en quelques pages. Une vision de synthèse est néanmoins nécessaire, tant sont imbriquées les questions soulevées par l'activité des agences de notation et par les perspectives de leur éventuelle régulation.

Une réponse aux besoins d'information du marché

Il n'est pas inutile de rappeler les circonstances de l'apparition des trois grandes agences actuelles : la notation, bien différente en cela de l'audit financier auquel elle est parfois comparée, est issue du journalisme financier et de la vente aux investisseurs individuels d'informations sur les valeurs mobilières, actions ou obligations.

Dès 1860, l'activité qui devait plus tard donner naissance à Standard & Poor's était créée aux États-Unis par Henry Varnum Poor, qui a commencé à cette époque à rassembler de l'information financière sur les sociétés de navigation fluviale et de chemins de fer de l'intérieur des États-Unis, dans lesquels de nombreux épargnants (notamment européens) commençaient à investir massivement sans pouvoir toutefois, du fait de l'éloignement, se constituer une opinion de première main par des visites sur place. Poor donna comme slogan à sa société « *the investor's right to know* » et peut être considéré comme l'un des pionniers de la notion d'information financière publique. L'agence de Poor a fusionné en 1941 avec la *Standards Statistics Bureau Company*, une entreprise de bases de données financières créée en 1906 pour introduire plus de transparence dans l'information financière - à l'époque encore très

peu développée (et très peu standardisée) - donnée par les entreprises émettrices de titres cotés. Standard & Poor's est depuis 1966 une division du groupe de médias et d'information spécialisée McGraw & Hill, qui édite également, entre autres, l'hebdomadaire *BusinessWeek*.

L'agence Moody's est également née de la publication de données financières, rassemblées dans le *Moody's Manual of Industrial & Miscellaneous Securities* publié par l'Américain John Moody à partir de 1900 ; celui-ci contenait des informations et des statistiques sur les actions et obligations d'institutions financières, d'agences publiques, et d'entreprises industrielles appartenant aux secteurs de la production manufacturière, des mines, de la fourniture d'eau et d'électricité (*utilities*) et de l'agroalimentaire. À partir de 1909, Moody's a commencé à attribuer des notes de crédit, d'abord aux sociétés ferroviaires puis, progressivement, à toutes les grandes catégories d'émetteurs d'obligations. Moody's Investor Service est aujourd'hui une entreprise indépendante, cotée depuis 2000 au New York Stock Exchange à la suite de sa sortie du groupe d'informations spécialisées Dun & Bradstreet (rebaptisé D&B en 2001) qui l'avait rachetée en 1962.

De même, l'agence Fitch avait commencé comme un éditeur d'informations statistiques et financières, la *Fitch Publishing Company* créée en 1913 à New York par John Knowles Fitch, avant de se lancer dans le métier de la notation et d'introduire en 1924 l'échelle

désormais familière de notes allant de « AAA » à « D ». Fitch Ratings est, depuis sa fusion avec l'agence IBCA en 1997, une filiale du groupe français Fimalac contrôlé par Marc Ladreit de Lacharrière.

À la différence des firmes d'audit, dont l'activité et la responsabilité ont été très tôt au moins partiellement encadrées par la loi, les agences de notation sont donc nées d'une réponse entrepreneuriale aux besoins d'information du marché, ce qui les rapproche en cela des bureaux d'analyse financière indépendante. Cependant, à la différence de ces derniers, elles n'ont jamais été absorbées par les grands acteurs du courtage financier et de la banque d'investissement, sans doute en raison de conflits d'intérêt potentiels encore plus difficiles à gérer que ceux qui existent dans l'analyse actions.

Aujourd'hui, les services de notation dispensés par les agences contribuent, de l'avis de la plupart des participants aux marchés de capitaux, à la réduction des asymétries d'information et offrent un moyen de mutualiser le coût de l'analyse du risque de défaut. De ce point de vue, les agences jouent un rôle généralement reconnu comme utile pour faciliter le financement des entreprises et des autres entités notées. De fait, à la suite de l'utilisation de leurs notes dans un nombre croissant de clauses contractuelles (« *rating triggers* ») et de mécanismes réglementaires (notamment dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité dit « Bâle II »), l'importance de la notation financière dans la vie des marchés a tendu récemment à augmenter significativement, se traduisant pour les agences par une croissance constante de leur activité (pour Moody's, plus de 20 % par an en moyenne sur les cinq dernières années) et par des marges d'exploitation spectaculaires (toujours pour Moody's, dépassant 50 % lors de chacun des trois derniers exercices publiés). Le développement des sources d'expertise concurrentes que constituent les départements d'analyses crédit au sein de banques et de certains grands investisseurs ne semble pas avoir freiné cette considérable expansion de l'activité des agences. En parallèle, l'influence des agences sur les émissions de dette souveraine par les États, notamment dans les économies dites émergentes, s'est également renforcée.

Critiques des agences et initiatives réglementaires

Malgré (ou à cause de) cet environnement porteur, les agences font l'objet de critiques récurrentes qui ont eu tendance à s'amplifier au cours des dernières années. Schématiquement, la plupart de ces critiques peuvent être regroupées autour des préoccupations suivantes.

En premier lieu, les agences réagiraient trop souvent trop tard, en contradiction avec leur ambition d'être les vigies du marché obligataire. Dans les cas très médiatisés d'Enron ou de Parmalat, il est incontestable que les agences n'ont pas vu venir la crise suffisamment en amont : elles ont attendu le 28 novembre 2001, soit quatre jours avant la faillite, pour placer Enron en catégorie spéculative. De même, lors de la crise asiatique de 1997 pour des pays tels que la Corée du Sud, ou dans le cas de l'Argentine, les agences ont sérieusement sous-estimé jusqu'au dernier moment la possibilité d'un défaut de paiement.

À l'inverse, dans d'autres circonstances, il a pu être reproché aux agences de précipiter les difficultés de certains émetteurs en révisant à la baisse la qualité de leur crédit sur la base de jugements jugés hâtifs par d'aucuns (et notamment les émetteurs eux-mêmes) : cela a donné lieu à des polémiques en France, par exemple en 2002 à propos de Vivendi Universal ou d'Alcatel, et surtout en Allemagne où le *downgrading* d'entreprises aussi établies que ThyssenKrupp ou Deutsche Post a eu un effet traumatisant sur certains acteurs.

Le point commun de ces deux ensembles de critiques, malgré leur apparente contradiction mutuelle, est une interrogation quant à la qualité du travail des agences et notamment de leur méthodologie d'analyse et d'attribution des notes. Selon une étude réalisée en 2004 par l'*Association for Financial Professionals* (États-Unis), 34 % des responsables financiers interrogés jugeaient inexactes les notes attribuées à leur entreprise, et seulement 42 % d'entre eux considéraient que les changements de note étaient réalisés en temps et en heure par les agences.

De manière liée, il a été reproché aux agences de n'être liées par aucun mécanisme de responsabilité ou d'*accountability* : ni vis-à-vis de leurs clients (qui par définition seraient juges et parties s'il leur venait l'idée de contester leur note), ni vis-à-vis des autres intervenants du marché - ce qui expliquerait les défauts de qualité évoqués plus haut. Cette critique rejoint une préoccupation plus ancienne exprimée notamment dans le domaine de la notation souveraine, selon laquelle le pouvoir des agences serait devenu tellement important qu'il rentrerait parfois en concurrence directe avec le pouvoir politique².

À la suite de cet ensemble de critiques, formulées à des degrés divers des deux côtés de l'Atlantique ainsi qu'en Asie, une multitude d'initiatives se sont faites jour au cours des dernières années, impliquant les principales autorités mondiales de régulation des marchés de valeurs mobilières. Tout d'abord, à la suite de la loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002, la SEC américaine a engagé une révision du statut de « *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* » (NRSRO) qu'elle accorde aux agences en vertu d'une disposition remontant à 1975. Cet effort s'est traduit par l'octroi de ce statut à deux agences supplémentaires, Dominion Bond Rating Service et AM Best, en plus des « trois grandes » que sont S&P, Moody's et Fitch et, par ailleurs, par une révision accélérée début mars 2005 des conditions d'attribution du label NRSRO, conditions qui avaient pu précédemment être jugées arbitraires ou en tout cas insuffisamment explicites.

En parallèle, et sous l'impulsion notamment de l'un des cinq commissaires de la SEC, Roel Campos, l'organisation internationale des commissions de valeur (IOSCO selon le sigle anglophone³) a publié fin 2004 un document portant le titre un peu déroutant de « *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* », dont l'ambition est de servir de guide pour l'élaboration par les agences elles-mêmes de leurs propres règles de déontologie interne. Cette initiative retient une approche du type « *comply or explain* » (ou « *se conformer ou se justifier* », approche retenue notamment dans plusieurs pays européens pour les règles de gouver-

nement d'entreprise à la suite du rapport Cadbury en Grande-Bretagne en 1992)⁴.

Enfin, le débat a également été engagé au sein de l'Union européenne à l'initiative principalement du Parlement européen qui, dans une résolution approuvée le 10 février 2004, a demandé à la Commission de faire des propositions au plus tard le 31 juillet 2005 en vue d'un éventuel mécanisme d'enregistrement des agences de notation financière auprès d'une autorité européenne. Cette dernière pourrait être le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, généralement désigné sous son sigle anglophone CESR⁵, auquel la Commission a demandé des propositions sur le même thème. Cette initiative répond au souci de faire pièce au mécanisme dont dispose la SEC à travers le label NRSRO, selon la formule de Francis Mer qui, lorsqu'il était ministre, avait déclaré à propos des agences de notation : « *Nous ne devons pas nous résigner à une situation où la SEC, seul régulateur mondial de fait en la matière, édicterait des règles s'appliquant au reste du monde.* »⁶

Cinq interrogations

Sur la base de ces éléments, cinq questions apparaissent centrales dans la nécessaire réflexion des participants du marché sur les agences de notation.

■ La situation de concurrence actuelle est-elle satisfaisante ?

L'« oligopole » que constitueraient les trois principales agences est souvent dénoncé, mais il se pourrait également que le marché ne soit pas prêt à faire vivre simultanément un nombre élevé d'agences, en raison de la complexité du traitement parallèle de différentes échelles et méthodologies de notation. En d'autres termes, les mécanismes intrinsèques du marché de la notation - à la différence sans doute du marché de

l'audit - contribuent peut-être à une forme d'oligopole naturel. Pour autant, les marges d'exploitation extrêmement élevées des agences continuent de poser question quant au bon fonctionnement de la concurrence dans ce secteur.

■ Le conflit d'intérêt inscrit dans le modèle économique des agences est-il gérable ?

L'essentiel des revenus des agences est constitué de commissions payées par les émetteurs notés et non par les utilisateurs de la notation (notamment les investisseurs), ce qui crée la possibilité d'un conflit d'intérêt. Les agences arguent qu'il s'agit du seul modèle économique viable pour leur activité et que le risque de conflit est géré de manière satisfaisante, notamment à travers les règles de déontologie interne et les « murailles de Chine » entre équipes d'analyse et suivi de clientèle. Par ailleurs, la pratique controversée des notations « sauvages » (ou non sollicitées) a tendu à décroître au cours des dernières années. Plus généralement, la nécessité pour les agences de défendre leur crédibilité et leur réputation joue incontestablement un rôle régulateur. Pour autant, des clarifications restent sans doute souhaitables sur certains aspects, tels que l'articulation entre la notation proprement dite et les autres services offerts par les agences, notamment en matière de conseil.

■ Les agences devraient-elles être plus transparentes sur leur méthodologie ?

Cette exigence a été évoquée dans plusieurs enceintes et notamment dans le document déjà cité de l'IOSCO⁷. Il resterait cependant à évaluer la manière dont une transparence accrue serait utilisée et exploitée par les participants du marché. Dans un ordre d'idées proche, la proposition parfois évoquée d'une méthodologie uniforme imposée par une autorité publique semble peu réaliste et n'est guère revendiquée par les praticiens.

■ À quelles obligations les agences doivent-elles être soumises vis-à-vis des informations privilégiées des émetteurs ?

Dans le cadre de leur relation avec les émetteurs notés, les agences ont généralement accès à des informations confidentielles telles que les plans prévisionnels d'exploitation et de trésorerie. Simultanément, les agences ont insisté, à la suite par exemple de la faillite de Parmalat, sur le fait qu'elles n'ont ni les moyens ni la vocation d'auditer l'information qui leur est fournie. Au-delà du risque de délit d'initié (que les agences déclarent maîtriser), cet accès à l'information privilégiée distingue les agences des autres observateurs privés tels que les analystes financiers, mais ne se traduit pas pour autant par des responsabilités supplémentaires, notamment au plan juridique (et à la différence des auditeurs). La légitimité de cette situation pourrait faire l'objet de débats.

■ Quel est le cadre approprié de régulation publique ?

Après avoir envisagé de supprimer le statut de « NRSRO », la SEC a désormais engagé la révision des conditions d'attribution de celui-ci, même si aucune réforme en profondeur ne pourra sans doute avoir lieu sans l'intervention du Congrès. En Europe, il est parfois difficile de démêler, dans les évolutions de réglementation envisagées, ce qui relève d'une analyse des besoins du marché ou, plutôt, d'une volonté de contrôle politique indépendante des besoins propres des utilisateurs de la notation. En sens inverse, la création d'un mécanisme européen de régulation des agences, se surajoutant à la législation américaine existante, porte le risque potentiel de renforcer les barrières à l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation.

En guise de conclusion, il peut être relevé que ces interrogations sont inégalement présentes dans le débat public européen, il est vrai lui-même très fragmenté selon les pays et situations institutionnelles. Notamment, la question de l'accès à l'information confidentielle est

sans doute trop rarement débattue, alors qu'elle peut être considérée comme centrale dans l'appréciation de la spécificité des agences et du caractère éventuellement privilégié de leur statut.

Notes

1. Nicolas Véron est associé fondateur d'ECIF (www.ecif.info) et coauteur, avec Matthieu Autret et Alfred Galichon, de *L'Information financière en crise : Comptabilité et capitalisme*, Odile Jacob, 2004.

2. On citera notamment ici la formulation provocatrice utilisée par l'influent chroniqueur du New York Times Thomas Friedman : « There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear someti-

mes who's more powerful. » (*interview par David Gergen sur PBS, février 1996*).

3. International Organisation of Securities Commissions.

4. Véron Nicolas, « Gouvernement d'entreprise : qui est l'arbitre ? », *revue Risques*, n° 56, décembre, 2003.

5. Committee of European Securities Regulators.

6. Discours aux 12^e « Entretiens de la COB », 12 novembre 2002.

7. « The CRA [Credit Rating Agency] should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the issuer's published financial statements) so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. » (*source : IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, décembre 2004*).

MESURES DE RISQUE ET NOTATIONS

Maxime Merli¹ et Patrick Roger²

Laboratoire LARGE

*Faculté des Sciences économiques et de gestion
Université Louis Pasteur de Strasbourg*

Cet article aborde le lien entre mesures de risque et notations. Dans un premier temps, les difficultés posées par la complexité à la fois de la notion de risque et de sa mesure sont mises en exergue. Dans un second temps, après avoir décrit l'activité et le rôle des agences de notation financière, les auteurs montrent que, dans un tel contexte, la notation publiée par ces agences semble constituer une réponse modeste mais utile aux intervenants de marché.

Malgré les innombrables travaux sur le sujet, il reste toujours délicat de définir le concept de risque de manière unique. Si l'on se place au niveau individuel, la définition du risque est essentiellement liée aux préférences de l'agent et, d'un point de vue théorique, à la modélisation que l'on adopte pour celles-ci. Au niveau d'une institution financière, la définition du risque est plus encadrée du fait de l'existence de textes réglementaires définissant de manière plus ou moins précise ce qui est considéré comme risqué. À ces réglementations prudentielles s'ajoutent des préconisations quant à la manière de mesurer les risques et de les couvrir par des capitaux propres. Il n'en demeure pas moins que, même dans un cadre institutionnel, les préférences des opérateurs ainsi que leurs incitations jouent un rôle qui peut être non négligeable dans la prise de décision.

Afin de garder une vision synthétique de la notion de risque, on peut se restreindre à un schéma mono-périodique dans lequel un individu (ou une institution) détient un portefeuille dont la valeur terminale est symbolisée par une variable aléatoire X , dont une réalisation sera observée à la fin de la période. Nous supposons donc ici que l'identification du risque est aisément réalisable ; il est clair que dans certains domaines comme les risques environnementaux ou technologiques, la

définition même de ce qui est perçu comme risqué peut prêter à discussion.

Dans ce contexte élémentaire, l'information est complète si les valeurs du portefeuille sont connues dans chaque état, ainsi que les probabilités d'occurrence de ceux-ci³. Les mesures de risque sont alors des fonctions plus ou moins complexes du vecteur des réalisations de X et d'un vecteur de probabilités d'états, noté p^4 . Une mesure de risque s'écrit alors sous la forme $f(X, p)$. Insistons sur le fait que les mesures de risque envisageables dans ce cadre très simple peuvent néanmoins dépendre de l'agent considéré ou être définies par la réglementation.

Sur le plan théorique rien n'impose que $f(X, p)$ soit un nombre ou, en d'autres termes, il n'est pas nécessaire que la mesure soit unidimensionnelle. Par contre, d'un point de vue pratique, la représentation du risque par un nombre a un avantage énorme, à savoir qu'il existe une relation d'ordre total sur les nombres réels. Il est alors possible d'opérer des classements et de donner un sens à des expressions du type « X est plus risqué que Y ». Ce passage par une mesure unidimensionnelle a des conséquences importantes dans le cadre de la théorie dominante depuis plus d'un demi-siècle, à savoir la maximisation de l'espérance d'utilité, associée à l'hypothèse d'aversion au risque des agents.

En effet, en classant des portefeuilles selon leur risque, on peut déduire un classement analogue sur les

rentabilités (ou primes de risque) exigées par les agents économiques et sur les montants de capitaux propres nécessaires pour couvrir ces risques.

Il est clair que si tous les individus s'accordaient sur la mesure de risque à utiliser, la notation (des créances, par exemple) serait inutile puisqu'il suffirait de se référer à cette mesure pour opérer des classements non contestables par la communauté. Comme les mesures de risque sont multiples, la notation peut être vue comme une relation d'ordre « faible ». Certains objets (entreprises, états, collectivités) ne peuvent être départagés par les mesures de risque usuelles où l'ordre obtenu dépend de la mesure retenue ; dans ces conditions, tous ces objets sont regroupés dans une classe de risque associée à une note. Les notations, qu'elles soient financières, environnementales ou sociétales, posent cependant de redoutables problèmes d'interprétation. En effet, l'individu (l'institution) qui note retient des critères jugés importants par lui (elle) mais, d'une part, la perception de l'importance de ces critères n'a aucune raison d'être universelle et, d'autre part, la manière de réduire ces critères caractérisant un objet multidimensionnel à une note n'est pas forcément partagée par toutes les parties intéressées. Ajoutons que, bien souvent, la méthodologie précise conduisant à la notation n'est pas explicitée.

Le second problème concerne essentiellement la notation financière. Alors que le risque d'un emprunt obligataire évolue pratiquement en continu, la notation n'est révisée que de manière épisodique ou lorsque la réalisation du risque est devenue très probable. Il peut s'en suivre une relative déconnexion entre les notes et la « réalité du défaut ».

Dans cet article, nous rappelons tout d'abord les deux visions du *downside Risk* que constituent les approches de type *Value at Risk* et *Expected Shortfall*. Dans la seconde section, après avoir brièvement rappelé les principes de notation, nous mettons en évidence que celle-ci est un compromis pratique pour répondre au caractère non universel des mesures numériques de risque. Compte tenu de la richesse du débat sur les mesures de risque et la place qui nous est impartie, nous ne nous étendons pas sur les problèmes techniques et/ou de modélisation.

Mesures de risque : principes généraux

Dans l'approche microéconomique usuelle, à savoir celle fondée sur la théorie de l'espérance d'utilité, le concept de risque est intervenu, à l'origine, de manière incidente. La résolution du paradoxe de Saint-Petersbourg par l'introduction d'une fonction d'utilité (de la richesse) concave a impliqué, comme sous-produit, l'aversion au risque. Cependant les mesures de risque qui découlent de cette description des agents économiques tiennent compte de la distribution de probabilité de la loterie dans son intégralité. L'exemple de la variance de rentabilité en est l'archétype puisque cette mesure donne autant d'importance aux résultats situés au-dessus de la moyenne qu'à ceux qui sont situés en dessous. Dans bon nombre de situations, ces mesures sont inadéquates, en particulier lorsque la distribution est fortement asymétrique ou quand la mesure de risque est en partie destinée à répondre à une obligation d'ordre réglementaire, comme dans le cas du risque de crédit. De plus, les développements récents de la finance comportementale - fondés sur les modèles alternatifs comme la théorie des perspectives (Kahneman et Tversky, 1979 ; Tversky et Kahneman, 1992) ou le modèle d'espérance d'utilité dépendante du rang (Quiggin, 1982) - remettent en cause l'approche microéconomique standard et les mesures de risque associées⁵.

Considérons le cas du détenteur d'un zéro-coupon qui recevra, à l'échéance, une unité monétaire avec une probabilité élevée et rien avec une probabilité faible. Il est clair que dans cette situation la variance de rentabilité n'est pas une bonne mesure de risque. En effet, ici le risque (de défaut) se mesure en termes de perte potentielle par rapport au flux « normal » en cas d'absence de défaut. En d'autres termes, il s'agit de mesurer un *downside risk*. Sur notre exemple, c'est la probabilité de défaut qui résume toute l'information relative au risque puisque l'on peut reconstituer la distribution de probabilité des flux à partir de cette seule information et de la définition juridique de l'actif financier considéré.

Tableau 1

Flux	1	0,1	0
P_x	0,95	0,04	0,01
P_y	0,95	0,01	0,04

Cette situation est cependant caricaturale ; sans entrer ici dans les détails techniques, la mesure du risque est aussi liée à ce qui est sous-entendu par « défaut ». Donnons à ce terme sa définition la plus courante, à savoir l'incapacité pour l'emprunteur de faire face à **tous** ses engagements. On se heurte alors à une difficulté supplémentaire car la probabilité que le défaut survienne n'est plus forcément suffisante pour mesurer le risque.

Ce point peut être illustré en considérant deux zéro-coupons X et Y dont les flux et les probabilités d'occurrence associées sont décrits dans le tableau 1.

Les probabilités de défaut, au sens défini ci-dessus, sont toutes deux égales à 0,05. Avec un vocabulaire légèrement différent, on peut dire que la *Value at Risk* au seuil de 95 % est identique pour X et Y . Le flux terminal sera strictement supérieur à 0,1 avec une probabilité de 0,95 dans les deux cas. Or il est évident que X domine Y au sens de la dominance stochastique de degré 1⁶. Il s'agit ici d'un des problèmes essentiels des mesures de risque exprimées en termes de quantiles d'une distribution de probabilité. Les flux possibles au-delà du quantile considéré ne sont pas pris en compte. On rencontre alors un problème analogue à celui inhérent à l'utilisation du délai de récupération dans les choix d'investissement. Lorsqu'on utilise cet unique critère, les flux qui surviennent au-delà de ce délai n'interviennent pas dans le processus de décision.

Une mesure de risque doit ainsi tenir compte du paiement moyen obtenu en cas de défaut, c'est-à-dire au-delà du quantile retenu, ce qui correspond, dans notre exemple, au concept d'*Expected Shortfall*⁷, c'est-à-dire que, conditionnellement aux événements $\{X \leq 0,1\}$ ou $\{Y \leq 0,1\}$, la valeur moyenne de Y est plus faible que celle de X .

Ces exemples très simples illustrent la difficulté de définir une mesure de risque « universelle » qui satisfasse les différentes parties prenantes que sont les acteurs de

marché et les régulateurs. C'est en partie pour cette raison que le débat sur les mesures de risque cohérentes, initié par Artzner *et al.* (1997, 1999), s'est considérablement étoffé dans les dernières années.

Notations et rôle des agences

L'activité de notation n'est pas récente et trouve son origine dans les premières publications de J. Moody's *Analysis of Railroad Investments* en 1909. Cette activité s'est accrue au cours du siècle dernier et actuellement trois agences (d'origine américaine) se partagent l'essentiel de cette activité : *Fitch. Inc*, *Moody's Investors Service Inc.* et *Standard and Poor's*. Sur le marché français, 389 émetteurs étaient notés à la fin de l'année 2003 et, plus marquant encore, 131 d'entre eux bénéficiaient d'une double, voire d'une triple notation (Rapport AMF sur les agences de notations, 2004)⁸. D'un point de vue très général, ces agences ont pour activité principale la publication de notations de crédit en vue de l'évaluation du risque de crédit d'émetteurs ou de titres de créances ou assimilés. En particulier, pour un titre obligataire, le risque de crédit concerne à la fois le risque de non remboursement du principal mais également le risque d'incident de paiement sur les flux intermédiaires générés par ces titres. On peut noter que la philosophie de cette note peut être différente selon l'agence considérée. La notation de Standard and Poor's traduit essentiellement l'opinion de l'agence sur la probabilité de défaillance de l'émetteur (dans une approche de type *VaR*) alors que les notations Moody's reflètent essentiellement l'opinion de cette agence sur la perte moyenne anticipée (*expected shortfall*).

Dans leurs grandes lignes, les méthodologies utilisées par les agences sont assez proches. En effet, la note est fondée sur une analyse précise de variables quantitatives (comptables, financières, sectorielles, opérationnelles, par exemple) et qualitatives (stratégie, qualité du management, par exemple). Elle se fonde à la fois sur des informations publiques et privées, l'agence s'engageant à ne pas divulguer ces dernières. Ce processus est généralement mené en étroite collaboration avec l'entreprise concernée⁹.

Schématiquement, les agences distinguent essentiellement deux types de notations : la notation de l'émetteur et la notation des titres. Une distinction entre le long terme et le court terme est également opérée. Ces différentes évaluations donnent lieu à une note dans un ensemble de notations possibles (qualifié de grille de notations). Le tableau 2 résume très brièvement les grilles de notation retenues pour deux agences hors défaut de l'émetteur (*D* est la lettre généralement retenue pour cet événement). On peut noter que ces grilles de notations sont encore nuancées en décomposant chaque note en sous-ensembles de notations. On peut souligner que les grilles retenues par les différentes agences sont assez semblables aux sigles près (+ ou – pour *Standard and Poor's* et *Fitch*, numérotations pour *Moody's*).

Afin d'améliorer la qualité de leur service et de rendre compte du suivi « dynamique » de la situation des émetteurs, les agences publient régulièrement des informations prenant la forme de mises sous surveillance (*watch list*) et de perspectives (*outlook*). La mise sous surveillance signale aux intervenants de marchés un mouvement potentiel à court terme des notations alors que la perspective offre une évaluation de la tendance suivie par les notations à moyen terme (deux à trois ans chez *Standard and Poor's*). En fournissant aux investisseurs une vision synthétique du risque de crédit des émetteurs, ces agences tendent à réduire l'asymétrie d'information entre investisseurs et entreprises, ce qui, en théorie, doit conduire à accroître l'efficacité des marchés financiers. On peut souligner également que la notation permet de contraindre le champ d'intervention de certains investisseurs sur les marchés financiers en limitant leur activité à la catégorie « investissement », par exemple (voir tableau 2). La nouvelle réglementation bancaire (accord de Bâle 2) tend encore à accroître le rôle prépondérant des agences sur les marchés financiers. En effet, cet accord prévoit une pondération par la notation des capitaux propres réglementaires des banques faisant appel à des organismes externes d'évaluation des risques de crédit. Il y a fort à parier

Tableau 2 : Grilles de notations

	<i>Standard and Poor's</i>	<i>Moody's</i>	
Catégorie Investissement	AAA	Aaa	Excellente qualité
	AA	Aa	
	A	A	
	BBB	Baa	
Catégorie spéculative	BB	Ba	
	B	B	
	CCC	Caa	
	CC	Ca	
	C	C	Mauvaise qualité

que cela conduise, en outre, à une harmonisation plus forte des pratiques de notations des agences (et plus généralement des méthodes utilisées). En effet, dans le cas de divergences importantes d'opinions entre agences, les banques ne manqueront pas d'exploiter cet « arbitrage d'agence » potentiel (choix de la note la plus avantageuse)¹⁰.

La notation : une preuve de modestie

Quelle que soit la mesure de risque retenue, son caractère unidimensionnel ne peut satisfaire tous les intervenants car, par nature, le risque porté par les actifs financiers est multidimensionnel. Dans ces conditions, il est peut-être vain de vouloir transmettre une information sous la forme d'une mesure chiffrée, puisque celle-ci sera relativisée par les récepteurs. Notons que, de ce point de vue, les mesures de risque évoquées dans la section 1 sont logées à la même enseigne que les méthodes de *scoring*¹¹.

Dans ces conditions, l'apparition de la notation est naturelle. Là où une mesure de risque figure sur une échelle quantitative, une notation se situe sur une échelle ordinale, plus modeste sans doute, mais probablement plus utile en pratique. Cela a plusieurs conséquences évidentes.

La première est que les « objets » notés, entreprises, collectivités, états, sont regroupés en catégories, les éléments d'une même catégorie ayant des niveaux de risque non significativement différents. Ces regroupements permettent ainsi d'éviter des classements par une mesure numérique du risque, forcément entachée d'incertitude au niveau de l'estimation des paramètres. Un classement d'émetteurs à l'aide d'une mesure de risque numérique serait en partie artificiel à cause de cette incertitude.

Le second avantage d'une classification par l'intermédiaire d'une notation est la facilité de transmission de cette information. En effet, le nombre de notes dif-

férentes est réduit ; il est donc aisé, pour les opérateurs, de se « repérer » dans cette présentation, d'autant qu'en matière de notation d'emprunts obligataires, comme nous l'avons déjà souligné, on distingue aussi deux grandes catégories, *investment* et *speculative*.

Les deux avantages mentionnés ci-dessus ont bien évidemment une contrepartie. Alors qu'une mesure de risque chiffrée nécessite un mode de calcul, vérifiable par des tiers, une notation en lettres, de AAA à D par exemple, n'impose pas forcément cette vérifiabilité et laisse place à l'appréciation.

Il convient aussi de distinguer deux cas¹², à savoir la notation externe et la notation interne. La première est réalisée par les agences de notation alors que la seconde émane d'une entreprise (société d'assurances, banque), qui note ses clients. Lorsqu'une agence de *rating* note un emprunteur, elle est elle-même jugée sur sa capacité à estimer la probabilité de défaut. Dans ce cas, on peut penser que le processus de notation est destiné à estimer cette probabilité, sans forcément que la note prenne explicitement en compte la sévérité du défaut potentiel ; il s'agit donc d'une approche de type *VaR*. En revanche, en cas de notation interne, les pertes consécutives au défaut d'un client sont directement supportées par l'entreprise qui note. Dans ce cas, la notation doit prendre en compte la perte espérée, dans une approche en termes d'*Expected Shortfall*. Comme nous l'avons souligné, certaines agences peuvent toutefois concevoir leur notation dans cet esprit.

Dans un tel contexte, il est alors très fréquent de juger la qualité des notations publiées par les agences en les confrontant à d'autres mesures classiques du risque de crédit, en particulier les écarts de rentabilité (*spreads*) et la probabilité de défaut. Les *spreads* mesurent la prime de risque exigée par le marché pour une obligation *corporate*, par rapport à un investissement sans risque de défaut (obligation d'état ou courbe *swap*, par exemple) de mêmes caractéristiques. Ces comparaisons sont parfois discutables puisque ces mesures incorporent de nombreux autres facteurs que le risque de crédit. Dans le cas des écarts de rentabilité, la liquidité des titres, le risque systématique ou encore la fiscalité sont des composantes non négligeables dans la formation des primes de risque obligataires¹³. Malgré la prudence

que requiert ce type d'analyse, les écarts de rentabilité moyens sont décroissants avec les notations comme l'illustre le tableau suivant pour le marché français sur la période 1999-2004 (Rapport AMF sur les agences de notations, 2004, source CDC-IXIS).

Tableau 3 : Notations et primes de risque

Notation	Prime de risque (bp)
AAA	1
AA	19
A	53
BBB	113
Catégorie spéculative	455

Dans le même esprit, les agences publient régulièrement le niveau des probabilités de défaut historiques par classe de *rating* pour divers horizons. Là encore, une corrélation forte entre le taux de défaillance moyen et la notation apparaît. Le tableau suivant offre une illustration des probabilités de défaut moyen à horizon un an pour deux secteurs d'activité¹⁴. Il apparaît que pour de longues périodes, et en moyenne, les classements opérés sur la base de ces différentes mesures soient cohérents.

Dans le but de permettre une meilleure évaluation et une gestion plus fine du risque de crédit¹⁵, les agences s'attachent également à publier des matrices de transition historiques entre classes de *rating*. Ces matrices permettent alors d'estimer la probabilité de détérioration de la qualité de crédit d'un portefeuille détenu par une institution financière, ou encore d'en évaluer le risque de défaut de paiement à un horizon donné. Il est clair que la pertinence de l'utilisation d'une telle méthode repose essentiellement sur la stabilité de ces matrices

dans le temps et, plus techniquement, sur le caractère markovien du processus de changement de note¹⁶. Les résultats théoriques ne semblent pas tranchés et rien ne permet d'affirmer aujourd'hui que cette stabilité soit de mise, malgré l'effort fait par les agences pour offrir des notations « au travers du cycle »¹⁷.

De nombreuses critiques sont généralement adressées aux agences de notations et, en particulier, le manque de réactivité semble une critique récurrente¹⁸. Le dernier événement marquant fut à ce titre la faillite retentissante d'Enron encore notée en catégorie investissement juste avant sa défaillance. Il semble très clair que malgré la modernisation de ces agences, les communications de plus en plus fréquentes au travers des mises sous surveillance ou encore de publications de perspectives, les méthodes usitées par les agences (et l'effectif réduit de celles-ci) ne permettent pas un suivi en temps réel de l'ensemble des émetteurs notés. C'est d'ailleurs peut-être sur ce terrain que les méthodes alternatives gagnent du terrain. On peut citer, en particulier, les méthodes dites structurelles d'évaluation du risque de défaillance, fondées sur les données de marché et dérivées du modèle de Merton (1974)¹⁹, qui semblent offrir de bons résultats.

Conclusion

Dans cette note sur le lien entre la notation et les mesures de risque, nous avons cherché à montrer que, compte tenu de la complexité, à la fois du concept de risque et de sa mesure, la notation peut constituer une réponse, modeste mais utile pour les opérateurs de marché. Les

Tableau 4 : Probabilités de défaut et notations

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C
Assurance	0.00	0.06	0.09	0.67	1.59	2.38	10.5
Finance	0.00	0.00	0.00	0.32	0.86	8.97	24.7

deux faiblesses essentielles d'une note reposent sur son caractère ordinal et sur l'éventuel manque de transparence de son attribution. On ne peut véritablement considérer la première comme une faiblesse que si l'on est convaincu de l'existence du « Saint-Graal », à savoir une mesure de risque unidimensionnelle et universellement reconnue. Toutefois, s'il est important de poursuivre la recherche, il faut, en attendant cette découverte, avoir recours à des outils imparfaits mais utiles et aisément compréhensibles. La seconde faiblesse, relative au manque de transparence, nous semble plus inquiétante dans le cadre de l'évolution d'une réglementation qui donne une importance accrue aux agences de notations.

Notes

1. merli@cournot.u-strasbg.fr
2. roger@cournot.u-strasbg.fr
3. Nous supposons ici que le nombre d'états de nature est fini.
4. On identifiera sans risque de confusion la variable aléatoire X et le vecteur de ses réalisations.
5. Voir Broihanne et al. (2004) pour un panorama récent de la finance comportementale.
6. Bien sûr, le raisonnement est ici très simplificateur puisque ces deux titres n'auraient pas le même prix initial mais Artzner et al. (1999) remarquent que le risque est essentiellement lié à la variabilité de la richesse future.
7. Voir Yamai et Yoshida (2005) pour une comparaison de la VaR et de l'Expected Shortfall.
8. www.amf-France.org/documents/general/5846_1.pdf
9. Ce dernier point n'est pas toujours vérifié et certaines notes peuvent être attribuées sans l'accord de l'émetteur, parfois sur la base de l'information publique seule (un sigle particulier accompagne généralement la note publiée).
10. Pour une étude sur les différences de notation des émetteurs, on peut se référer à Beattie et Searle (1992).
11. Voir De Servigny et Renault (2004, chapitre 2) pour une illustration du rapprochement entre scoring et notations.
12. Voir Krahnert et Weber (2001).
13. Par exemple, Elton, Gruber, Agrawal et Mann (2001).
14. Cité de De Servigny et Renault, 2004 (source : Standard and Poor's Creditpro, 1981-2001). Des résultats de même nature sont publiés sur les taux de recouvrement par classe de note, par secteur ou par type de garantie.
15. Pour une illustration de l'utilisation des matrices de transition dans l'évaluation d'actifs sujets au risque de défaillance, on peut se référer à Jarrow, Lando et Turnbull (1997).

16. Pour les dernières avancées théoriques sur ce sujet et plus généralement sur les thèmes abordés dans cette section, le lecteur peut se référer au numéro spécial du Journal of Banking and Finance, Recent Research on Credit Rating, R. Cantor ed., 2004.

17. Les agences cherchent à neutraliser les effets des cycles économiques (qui affectent l'ensemble des émetteurs) dans leurs notations.

18. L'indépendance de ces agences, l'opacité de leurs méthodes et la structure « oligopolistique » de ce marché sont des sujets très débattus ; ces points dépassent très largement le cadre de cet article.

19. C'est le cas, par exemple, de la méthode KMV Credit Monitor.

Bibliographie

- ARTZNER, P., DELBAEN, F., EBER, J.M., HEATH, D., Thinking coherently, *Risk*, 10, 68-71, 1997.
- ARTZNER, P., DELBAEN, F., EBER, J.M., HEATH, D., Coherent Measures of Risk, *Mathematical Finance*, 9, 203-228, 1999.
- BEATTIE, V., SEARLE, S., Bonds rating and inter-rater agreement : A cross-sectional analysis, *Journal of International Security Market*, 6, 167-172, 1992.
- BROIHANNE, M.H., MERLI, M., ROGER, P., *Finance Comportementale*, Economica, 2004.
- DE SERVIGNY, A., RENAULT, O., *Measuring and Managing Credit Risk*, McGraw-Hill ed., 2004.
- ELTON, E., GRUBER, M., AGRAWAL, D., MANN, C., Explaining the Rate Spread of Corporate Bonds, *Journal of Finance*, 56, 247-277, 2001.
- JARROW, R., LANDO, D., TURNBULL, S., A Markov Model of the Term Structure of Credit Risk Spreads, *Review of Financial Studies*, 10, 481-523, 1997.
- KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47, 263-291, 1979.
- KRAHNERT, J.P., WEBER, M., Generally Accepted Rating Principles : A Primer, *Journal of Banking and Finance*, 25, 3-23, 2001.
- MERTON, R., On the Pricing of Corporate Debt : The Risk Structure of Interest Rates, *Journal of Finance*, 29, 449-470, 1974.
- QUIGGIN, J., A Theory of Anticipated Utility, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3(4), 323-343, 1982.
- TVERSKY, A., KAHNEMAN, D., Advances in Prospect Theory : Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 12, 297-323, 1992.
- YAMAI, Y. ; YOSHIDA, T., Value-at-Risk versus Expected Shortfall : A Practical Perspective, *Journal of Banking and Finance*, 29, 997-1015, 2005.

L'IMPACT DE L'ACTIVITÉ DES AGENCES DE NOTATION SUR LES ÉMETTEURS ET LES MARCHÉS FINANCIERS

*Par le département des études de l'Autorité des marchés financiers
et le service de la recherche de IXIS CIB¹*

Le prix des actifs financiers à un instant donné étant censé refléter l'information à disposition des investisseurs, l'activité des agences de notation est par nature susceptible d'influencer les marchés de titres, sauf à supposer que l'information qu'elle véhicule est déjà connue et qu'elle est, de ce fait, déjà intégrée au niveau courant des prix. L'émergence puis l'affirmation du rôle des agences de notation au sein des systèmes financiers ont en revanche engendré une littérature abondante sur cette question de la relation entre l'activité de notation et la détermination du niveau des prix d'actifs.

Pour l'essentiel (cf. bibliographie), la littérature s'est concentrée sur les marchés financiers américains, ce qui est logique compte tenu de l'ancienneté et de la taille de ces marchés et également du fait que la notation d'entreprises, de la part des principales agences, a historiquement principalement couvert cette zone. Cette situation évolue rapidement toutefois, les agences de notation notant un nombre de plus en plus important d'entreprises en Europe et, en particulier, en France². Cette évolution est soutenue par le développement structurel du marché de la dette des entreprises non financières (corporate) en Europe : ce segment, quasiment inexistant avant 1999, représente aujourd'hui environ 10 % de l'encours de dette non souverain en euro.

De façon plus générale, le débat sur l'impact des agences de notation s'est fortement intensifié au début de la présente décennie à l'occasion de la dégradation sensible de la qualité de crédit observée dans la phase de ralentissement économique et au sortir de la bulle technologique de la fin des années quatre-vingt-dix. Notamment, plusieurs entreprises ont connu des dégradations marquées de leur notation, occasionnant pour certaines un passage pour la première fois en catégorie à risque (speculative grade).

C'est dans ce contexte que cet article propose de tirer les principaux enseignements de la littérature. Les deux premières sections se focalisent strictement sur la question de la réaction des prix d'actifs aux notations d'agence, sur un plan théorique puis empirique. La troisième section revient sur les méthodes de notation utilisées par les agences en lien avec la question de la stabilité des marchés.

Les canaux de transmission des notations aux prix : l'approche théorique

En principe, l'impact de l'activité de notation sur la formation du prix des titres de dette s'exerce au travers de deux canaux principaux (Gonzales *et al.*, 2004) : soit directement par l'information nouvelle qu'ils véhiculent au marché, soit indirectement *via* des effets d'enchaînement liés à l'existence de règles contractuelles ou émanant de la réglementation. De tels effets indirects sont susceptibles d'apparaître lorsque, par exemple, des mandats de gestion imposent aux gestionnaires de se cantonner à certaines catégories d'actifs, généralement ceux de bonne signature ; selon une telle configuration, la révision à la baisse d'une note, c'est-à-dire une élévation du risque de défaut estimé de l'émetteur, conduit mécaniquement les gérants à céder les titres détenus et à réaménager leur portefeuille, d'où un impact sur le niveau des prix.

En outre, le marché de la dette peut ne pas être le seul à répercuter les changements d'appréciation des agences : des effets peuvent se diffuser jusqu'au marché des actions. D'une part, et de manière très directe, tout changement de note est susceptible de jouer sur les frais financiers des entreprises, et donc sur leur profitabilité ; il en résulte une révision des anticipations de dividendes, ce qui affecte le cours des actions de l'entreprise. D'autre part, de manière plus subtile, la révision de notation peut découler d'un changement d'appréciation des perspectives de croissance de l'entreprise. Selon cette configuration, le jugement porté par l'agence quant à la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements est conditionné aux anticipations de profit³. Ce dernier vecteur cesse d'être un cas d'école dès que les analystes-crédit des agences ont accès à une information confidentielle, notamment les budgets de l'entreprise, contrairement aux analystes financiers qui fondent leur opinion d'achat ou de vente sur la seule information publique.

Les études empiriques

■ La méthodologie

De nombreux travaux académiques ont été consacrés à l'estimation de l'impact des annonces d'agences, pour l'essentiel en recourant à des « études d'événement » (*cf.* encadré). Ce type d'études permet de détecter une dynamique spécifique des prix d'actifs durant la période où se déroule la décision de l'agence. Seules les études les plus récentes ont été prises en considération, du fait des changements importants initiés par les agences dans leur mesure du risque de crédit et leur politique de communication au cours des dernières années. D'une part, les agences ont modifié leur échelle de notation par l'introduction de crans plus fins (« *notches* »). D'autre part, elles diffusent désormais auprès du public des appréciations plus qualitatives comportant des indications sur les tendances possibles des notes à court terme (ce sont les mises sous surveillance ou « *watchlist* ») et à long terme (perspectives ou « *outlooks* »). Ces deux évolutions ont pu avoir des conséquences sur l'influence que les décisions des agences sont susceptibles d'exercer sur les marchés, comme le suggère l'estimation de l'impact du changement de grille de notation opéré par Moody's en 1982 (Kliger et Sarig, 2000).

Une autre évolution doit être remarquée, cette fois du côté des méthodes utilisées pour estimer le contenu informationnel des changements d'appréciation. Initialement, les études portaient directement sur les marchés obligataires et d'actions. Le segment *corporate* du marché obligataire n'est cependant pas toujours suffisamment liquide (échanges peu fréquents...) pour permettre une évaluation précise de l'impact de la notation sur le comportement des primes de risque de défaut. Pour pallier cette difficulté, des études récentes analysent l'impact des décisions d'agence sur les *credit default swap* (CDS), qui présentent une liquidité plus importante et qui constituent des mesures « pures » du risque de crédit du sous-jacent (Micu *et al.*, 2004)⁴.

Les études d'événements

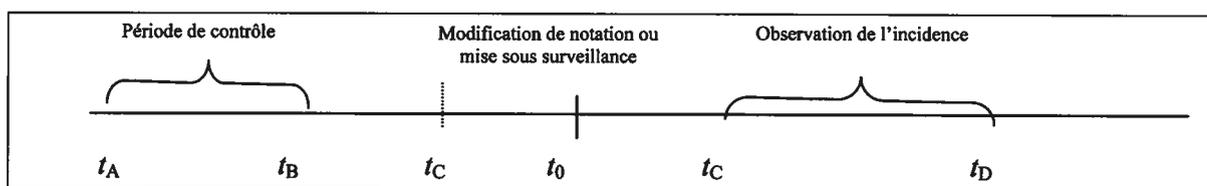
Les études d'événements sont fréquemment utilisées en finance pour analyser différents phénomènes (introduction en bourse, entrée/sortie d'indices...). L'objet de cet encadré est de rappeler comment cette méthodologie est appliquée à l'analyse des modifications de notations ou des mises sous surveillance. Pour un survol de la littérature plus général, se reporter à McKinlay (1997).

Soit t_0 qui désigne le jour où est annoncée la décision d'agence. L'étude d'événement consiste à définir deux périodes : (i) une période de contrôle, $(t_A ; t_B)$, où l'on définit le comportement normal de l'action ou de l'obligation, cette période étant préalable à l'événement lui-même, $t_A < t_B < t_0$, parfois avec un décalage important - ; (ii) une période d'observation du phénomène, $(t_C ; t_D)$, c'est-à-dire de mesure de l'incidence de l'événement sur la variable analysée (cours boursier ou prix de l'obligation). Si l'on observe toujours l'incidence après l'événement, $t_0 < t_C$, la fenêtre d'événement comprend parfois l'événement lui-même auquel cas $t_C < t_0$. Le diagramme ci-dessous résume la séquence.

Soit R_t qui désigne le rendement de l'obligation ou de l'action à la période t . On définit par AR_t le rendement anormal associé, c'est-à-dire le rendement

du titre en excès de ce qu'il aurait dû être compte tenu des conditions de marché générales (telles qu'on peut les résumer par le rendement du marché R_{mt}). Le rendement en excès est défini de deux manières : (i) soit simplement $AR_t = R_t - R_{mt}$; (ii) soit en tenant compte des spécificités usuelles du titre à travers la prise en compte de son risque idiosyncrasique et de son exposition au marché $AR_t = R_t - \alpha - \beta R_{mt}$, les paramètres α et β étant estimés lors de la période de contrôle. On définit ensuite les rendements anormaux cumulés sur la fenêtre d'événement selon $CAR = \sum_{t=t_C}^{t_D} AR_t$.

Le test statistique consiste à tester la significativité des rendements cumulés sur la fenêtre d'événement. En pratique, à partir de l'observation du même phénomène pour différentes entreprises et/ou différentes périodes, cela consiste à tester la nullité de la moyenne des rendements cumulés. Les auteurs ont généralement recours à des tests paramétriques standards (t-test notamment), plus rarement à des tests non paramétriques. On peut sur ce point noter qu'il est surprenant que peu de considération semble accordée à l'incidence potentielle de la non-normalité des rendements sur les résultats des tests et notamment le peu de recours à des techniques statistiques plus sophistiquées comme le *bootstrap*.



■ Les principaux enseignements

Les résultats des études d'événement présentent une grande diversité⁵, qui invite à la prudence quant aux conclusions que l'on pourrait en tirer sur l'impact effectif des annonces sur la formation des prix d'actifs. Quelques régularités semblent toutefois se dégager, aussi bien pour le marché obligataire que pour celui des CDS ou des actions. De manière générale, les études disponibles montrent que les notes émises par les agences constituent un élément explicatif du prix d'actifs. Ainsi, tout changement de note tend à se répercuter sur les cours, dans un sens conforme à l'intuition : une dégradation de

la note pèse sur le prix de la dette (ou de l'action), tandis qu'un rehaussement le fait augmenter. Ces impacts sont toutefois d'ampleur limitée et ils présentent de plus une asymétrie. On tend ainsi à observer que les abaissements de note, *downgrades*, ont davantage d'influence sur le marché que les hausses de même ampleur, *upgrades*, (Hand *et al.*, 1992)⁶. Trois raisons sont généralement avancées pour expliquer une telle réaction asymétrique des prix. Premièrement, l'aversion au risque des investisseurs les conduirait à réagir plus fortement aux mauvaises nouvelles qu'aux bonnes. Deuxièmement, les relèvements seraient mieux anticipés que les abaissements de notation, notamment car l'entreprise communique

plus rapidement les informations qui lui sont favorables que celles qui sont susceptibles de peser sur la valeur de marché de la société. Troisièmement, la dernière raison est d'ordre purement statistique (biais d'échantillonnage) : les études portant sur une période très récente, marquée par un marché baissier et une conjoncture peu porteuse, le nombre de relèvements serait insuffisant pour permettre d'obtenir des résultats significatifs.

Il semble par ailleurs exister des effets de seuil, dans le sens où l'ampleur de l'impact des annonces dépend du niveau initial de la note. Plus précisément, l'impact sera plus fort pour des titres mal notés, et tout particulièrement lorsque l'annonce aura pour conséquence un passage dans la catégorie des titres spéculatifs. Ce résultat pourrait découler des règles précitées d'investissement, qui limitent souvent le champ des placements possibles aux seuls titres appartenant aux *Investment grade*. Il semblerait également que l'impact soit plus ou moins fort selon les secteurs d'activité. Ainsi, Gropp et Richards (2001) tendent à montrer que le prix des actions émises par les banques européennes est sensible aux changements de note, mais pas les titres de dette. Cela pourrait provenir du rôle primordial que jouent les banques dans le système de paiement, et qui conduirait à réduire tout risque effectif de défaut, selon le principe du « *Too big to fail* ».

Deux principales raisons peuvent être avancées pour expliquer pourquoi les décisions d'agence n'ont pas un caractère plus décisif sur le comportement des prix d'actifs, et notamment sur celui dont le lien est *a priori* le plus direct, à savoir le prix des titres de dette.

La première raison est que les agences donnent une appréciation du risque de défaut, lequel n'est qu'une composante de la prime de risque exigée par les investisseurs : la formation des taux d'intérêt répond à de multiples facteurs et l'opinion des agences n'est pas le seul déterminant de l'évolution des écarts de rémunération entre dettes au cours du temps. Lubochinsky (2002) rappelle à cet égard que le risque de défaut constitue, d'après les estimations disponibles, une part finalement assez modeste des écarts de rémunération entre obligations d'entreprise et obligations d'État, surtout pour les entreprises bénéficiant d'une bonne notation. D'autres éléments jouent un rôle certaine-

ment plus important, comme le risque systématique (ou non diversifiable), provenant de la corrélation entre les marchés d'actions et les marchés d'obligations, ou le risque de liquidité. Ce dernier facteur composerait d'ailleurs l'essentiel de la prime de risque, les titres *corporate* se négociant en règle générale sur des marchés étroits où il est difficile de se désengager rapidement et sans risque de perte en capital.

La seconde raison est d'ordre méthodologique. Les principes d'élaboration des notes peuvent conduire à une certaine déconnexion entre celles-ci et les dynamiques de marché. La solidité financière des entreprises est évaluée par les agences dans une perspective de long terme, ou « à travers le cycle » pour reprendre la terminologie employée par les agences. L'évolution des probabilités de défaut au sein du cycle macroéconomique (baisse en expansion, hausse en récession) affecte l'ensemble des émetteurs de la même manière et ne donne pas lieu à une révision de notes : celles-ci correspondent à une mesure ordinale (c'est-à-dire relative) du risque, et non à une mesure cardinale (c'est-à-dire absolue). Selon cette logique, les notes présentent une certaine rigidité par rapport aux mouvements de court terme de la conjoncture et des marchés, lesquels tendent à intégrer instantanément dans les prix le flux d'information sur les sociétés. Certains avancent que cette politique de révision peu fréquente des notes conduirait à limiter l'impact sur les prix des changements d'opinion des agences, dans la mesure où l'information sous-tendant un tel changement serait déjà prise en compte par les intervenants.

Les méthodes d'évaluation du risque de crédit et la stabilité des marchés

A*priori*, les agences de notation exercent un rôle fondamental pour le développement des marchés financiers. La réduction de l'asymétrie d'information entre l'emprunteur (informé) et l'investisseur (non, ou peu, informé) via la diffusion d'une information pertinente doit contribuer

à limiter les phénomènes d'antisélection, mécanisme dont la finalité se traduit par une mauvaise tarification des financements et par l'éviction des emprunteurs de bonne qualité. De ce point de vue, l'enjeu est réel dans la mesure où le marché des obligations privées peut être amené à jouer en Europe un rôle important dans les prochaines années, dans un contexte où l'offre de titres d'État est limitée par des politiques budgétaires axées sur la réduction des déficits publics et où la demande de titres de long terme est au contraire stimulée par l'innovation financière et la réforme des systèmes de retraite. Pour assumer pleinement ce rôle d'information du marché, les méthodes d'évaluation du risque doivent naturellement être appropriées. Sur ce point, une question mérite d'être soulevée, c'est celle de la stabilité des notes, partant du principe qu'une fréquence trop élevée de révision des appréciations peut être de nature à engendrer de l'incertitude et à, finalement, déstabiliser les marchés.

Au tournant des années 2000, des événements majeurs de nature macroéconomique (crise des pays émergents en 1997) et microéconomique (faillites de Enron, Worldcom...) ont contribué à jeter un doute sur la qualité des opinions émises par les agences et sur leur réactivité⁷. Ces interrogations ont créé une pression sur les agences qui ont pu se trouver dans une situation délicate quant à l'attitude à adopter en matière de stratégie d'évaluation. D'un côté, l'objectif des agences est d'assurer une certaine permanence des notes attribuées, c'est le concept de notation « à travers le cycle » décrit précédemment. Ce choix vise à donner de la visibilité aux acteurs du marché au sens où il consiste à leur fournir une évaluation « fondamentale » du risque de défaut d'un émetteur. Cette pérennité a un avantage *a priori* indéniable du point de vue de la formation des prix : elle a un caractère stabilisateur. D'un autre côté, les agences ont pu être incitées à augmenter leur réactivité, et donc à introduire davantage de considérations de court terme dans leur notation, avec comme éventuelle conséquence une instabilité accrue des notes. Les agences considèrent de leur côté que le processus de notation est affiné et révisé en permanence et que l'introduction de certaines considérations de crédit à court terme ne détériore pas la stabilité de ses notations.

Les études disponibles portant sur la fréquence de révision des notes, qu'elles émanent de cercles académiques ou des agences elles-mêmes, tendent à confirmer la stabilité des opinions⁸ des agences relativement aux évaluations fondées sur des méthodes alternatives, et tout particulièrement celles fondées sur des données de marché⁹ (Catarineu-Rabell *et al.*, 2003). Ce résultat ne doit cependant pas masquer la tendance des notes d'agence à devenir plus instables. S'il s'agit d'une tendance qui a commencé à se dessiner au cours des deux dernières décennies¹⁰, elle s'est accentuée très récemment. Comme le note l'agence de notation Moody's (2003), les années 2001-2002 ont enregistré des niveaux de volatilité record, puisque plus du quart des émetteurs ont été concernés par un changement, dont 7 % par un changement jugé très significatif (trois crans de notation ou plus). Il faut bien entendu remarquer que cette période a été marquée par des chocs très violents affectant la confiance des investisseurs dans l'ensemble des acteurs de marché, et qu'à ce titre elle a un caractère exceptionnel. Cette période, comme le soulignent les agences, a été également caractérisée par un rationnement important du crédit, expliquant en partie cette augmentation du niveau de la volatilité¹¹. Toutefois, la tendance à l'instabilité accrue des notes pourrait également être en partie le résultat de changements méthodologiques initiés par les agences. Notamment, un recours plus important aux indicateurs de marché pour affiner leur diagnostic pourrait être un élément d'explication (Gonzales *et al.*, 2004). Un tel recours se justifierait par la volonté d'augmenter la qualité de la prévision à court terme des notations, partant du constat que les indicateurs de marché présentent à court terme (un an) une capacité prédictive plus élevée.

Conclusion

L'impact des agences de notation continue de faire débat. Il n'empêche qu'en dépit de la taille déjà conséquente de la littérature, les études empiriques concernant les agences de notation pourraient être approfondies dans plusieurs directions.

D'une part, les études d'événements nécessiteraient d'être affinées dans différentes dimensions : (i) une meilleure compréhension des déterminants (macroéconomiques, microéconomiques) de l'ampleur de la réaction aux décisions d'agence¹² ; (ii) une meilleure prise en compte des autres nouvelles susceptibles d'influencer simultanément aux décisions d'agence le prix des actifs. En particulier, les agences sont fréquemment contraintes d'attendre la publication de résultats pour annoncer les modifications de notation, sans quoi elles dévoileraient une partie de l'information privée que leur confère leur relation privilégiée avec l'entreprise. Si l'annonce de modification de notation est publiée en même temps que les révisions de résultats, il est très difficile de distinguer les deux effets¹³. La même remarque s'applique aux mises sous surveillance souvent motivées par l'annonce d'un événement particulier (par exemple une opération de fusion-acquisition).

D'autre part, il serait nécessaire d'étudier plus profondément les capacités prédictives relatives des agences et celles d'autres systèmes de notation (notamment quantitatifs) ou celles du marché (telles que déduites des niveaux de *spreads*¹⁴). Plusieurs pistes s'ouvrent : (i) la distinction entre les horizons de pertinence des *ratings* ; (ii) la prise en compte d'autres événements que les défauts, et notamment les erreurs de prévisions (modifications intempestives des notations).

Notes

1. Cet article découle d'un travail de recherche mené dans le cadre du Conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers.

2. À titre d'exemple, à la fin 2003, 37 des entreprises composant le Cac 40 étaient notées par l'une des grandes agences internationales.

3. Cette configuration est intuitivement la plus évidente. On pourrait toutefois imaginer une situation où la dégradation de la note joue positivement sur la valeur des actions de l'entreprise. Précisément, si l'abaissement de la note provient d'un recours plus important au levier d'endettement (c'est-à-dire une hausse de la dette relativement aux fonds propres de l'entreprise), alors les perspectives de hausse du résultat par action peuvent entraîner une augmentation du cours de l'action (Goh et Ederington, 1993).

4. Les CDS sont des produits dérivés de crédit qui connaissent un développement très rapide et qui consistent en un échange entre l'acheteur de cette protection (contre le risque de crédit), qui verse régulièrement une prime en excès du taux monétaire de référence, et son vendeur qui s'engage à rembourser l'équivalent du montant de la dette en cas de défaut de l'entreprise sous-jacente (i.e. sur laquelle est écrit le CDS).

5. Cf. références bibliographiques. Voir Norden et Weber (2004) pour une liste relativement exhaustive.

6. François-Heude et Paget-Blanc (2004) confirment cette asymétrie dans le cas du marché des actions français. Plus précisément, ils montrent que l'annonce d'un abaissement de note se traduit le jour suivant par des rendements anormaux négatifs, alors qu'aucune réaction du même type ne peut être constatée lorsqu'il s'agit d'un relèvement.

7. Quelques jours à peine avant leur faillite, Enron et Worldcom appartenaient à la catégorie des *investment grade*, et à ce titre n'étaient pas considérées comme présentant un risque de défaut important.

8. Une autre forme de stabilité est également fréquemment mise en évidence, à travers l'autocorrélation des changements de notation (Altman et Kao (1998), Lando et Skødeberg (2002)). Les agences modifient ainsi les notations par palier, les changements de plus d'un cran étant relativement rares. Cette caractéristique peut être souhaitable afin d'éviter aux entreprises de voir leurs conditions de financement se dégrader trop rapidement et transformer, par exemple, une crise de liquidité en crise de solvabilité.

9. Le modèle de Merton (1974) est le modèle le plus célèbre d'évaluation du risque de crédit d'une entreprise à partir de données de marché. D'après ce modèle, le risque de défaut augmentera lorsque le recours au levier s'élèvera, par exemple via une baisse de la valeur de marché des actions de l'entreprise, ou lorsque la volatilité des cours boursiers augmentera.

10. Plusieurs études soulignent également le caractère procyclique des décisions d'agence. Voir Bangia, Diebold et Schuermann (2002) ou Nickell, Perraudin et Varotto (2000).

11. Il est toutefois usuel d'observer un tel rationnement de crédit à l'occasion des ralentissements économiques.

12. Cet aspect a généralement été négligé dans la littérature. On peut toutefois noter les contributions de Norden et Weber (2004) et Vassalou et Xing (2003). Les premiers auteurs montrent que l'ampleur des rendements anormaux est liée au niveau de l'ancienne notation et aux décisions prises précédemment. Les seconds auteurs montrent qu'elle dépend du risque de défaut de l'entreprise, qu'ils mesurent par sa notation initiale, sa taille de bilan et son ratio valeur comptable/valeur de marché (*Book-to-Market value*).

13. Une solution consisterait à intégrer les anticipations des analystes financiers.

14. Voir Breger, Goldberg et Cheyette (2002) pour la présentation d'une méthodologie de traduction des niveaux de spreads de marché en notations implicites.

Bibliographie

- ALTMAN, E. ; KAO, D. L., Rating drift in high-yield bonds, *Journal of Fixed Income*, vol. 2, 15-20, 1992.
- BANGIA, A. ; DIEBOLD, F. X. and SCHUERMANN, Ratings Migration and the Business Cycle, With Applications to Credit Portfolio Stress Testing, *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, 445-474, 2002.
- BREGER, L. ; GOLBERG, L. ; CHEYETTE, O., Market Implied Ratings, *The Barra Newsletter*, 2002.
- CATARINEU-RABELL, E. ; JACKSON, P. ; TSOMOCOS, D.P., Procyclicality and the new Basel Accord- banks choice of loan rating system, Bank of England, Working Paper n° 181, 2003.
- DICHEV, I.D. ; PIOTROSKI, J.D., The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes, *Journal of Finance* 56, 173-203, 2001.
- FRANÇOIS-HEUDE, A. ; PAGET-BLANC, E., Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris, Banque et Marchés, n° 70, mai-juin, 2004.
- GOH, J. ; EDERINGTON, L., Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders ?, *Journal of finance*, vol.68, n° 5, 1993.
- GONZALEZ, F. ; HAAS, F. ; JOHANNES, R. ; PERSSON, M. ; TOLEDO, L. ; VIOLI, R. ; VIELAND, M. ; ZINS, C., L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature, Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, juin, 2004.
- GROPP, R. ; RICHARDS, A.J., Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks : what can we infer about private sector monitoring of bank soundness ?, European Central Bank, Working paper series, August, 2001.
- HAND, J. ; HOLTHAUSEN, R. ; LEFTWICH, R., The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock prices, *Journal of Finance*, vol. 47, 733-752, 1992.
- KLIGER, D. ; SARIG, O., The information value of bond ratings, *Journal of finance*, vol. 55, n° 6, 2000.
- LANDO, D. ; SKØDEBERG, T., Analyzing rating transitions and rating drift with continuous observations, *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, 423-444, 2002.
- LEVY, S., Le développement des clauses contingents : état des lieux et implications pour la stabilité financière, Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, novembre, 2002.
- LUBOCHINSKY, C., Quel crédit accorder aux *spreads* de crédit ?, Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, novembre, 2002.
- MACKINLAY, A., Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39, 1997.
- MERTON, R.C., On the pricing of corporate debt : the risk structure of interest rates, *Journal of finance*, 29, 1974.
- MICU, M. ; REMOLONA, E. ; WOOLDRIDGE, P., The price impact of rating announcements : evidence from the credit default swap market, *BIS Quarterly Review*, juin, 2004.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE, Measuring the performance of corporate bond ratings, avril, 2003.
- NICKELL, P. ; PERRAUDIN, W. ; VAROTTO, S., Stability of Rating Transitions, *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, 205-229, 2000.
- NORDEN, L. ; WEBER, M., Informational efficiency of credit default swap and stock markets : the impact of credit rating announcements, *CEPR*, Discussion paper series, n° 4250, 2004.
- VASSALOU, M. ; XING, Y., Equity returns following changes in default risk : New insights into the informational content of credit ratings, *Columbia University*, Working paper, 2003.

LES ÉCHANGES D'INFORMATION AVEC L'ÉMETTEUR ET LA DIFFUSION DE L'INFORMATION

Arnaud Chneiweiss¹

Directeur stratégie et participations de Scor Vie

Les acteurs entourant l'entreprise (clients, fournisseurs, banques, investisseurs...) ont toujours souhaité connaître sa solidité. Cette volonté d'être rassurés est particulièrement sensible lorsque sont pris des engagements élevés et à long terme. Le changement notable observé ces dernières années par rapport à cette demande constante est que nous vivons désormais dans un univers où ce besoin de repères a pris une importance accrue sous l'effet de plusieurs facteurs, en particulier :

- La demande accrue de transparence.

Suite aux scandales financiers des dernières années (Enron, Worldcom, Parmalat...), les entreprises doivent se justifier de plus en plus sur les expositions acceptées (Sarbanes-Oxley aux États-Unis, loi sur la sécurité financière en France, recommandations sur le gouvernement d'entreprise dans tous les pays industrialisés...). Cela conduit les dirigeants de sociétés cotées à souhaiter en savoir plus sur leurs contreparties.

- La financiarisation de l'économie.

De plus en plus d'entreprises peuvent désormais accéder aux marchés financiers, avec des produits financiers plus complexes et sophistiqués, d'où une demande accrue d'information à leur égard. Face à ce besoin de repères accru, les agences de notation ont réussi à s'imposer aujourd'hui comme les mieux à même d'apporter une information crédible et simple au public du fait de la manière dont sont organisés les échanges d'information entre les émetteurs et elles-mêmes. Quels autres acteurs pourraient répondre à ce besoin accru de repères ?

Prenons le cas d'un secteur réglementé comme le secteur de l'assurance :

- La commission de contrôle (CCAMIP en France) pourrait fournir ces repères, puisqu'elle a le pouvoir d'accorder ou de retirer l'agrément d'exercer. Les agents économiques entourant l'entreprise pourraient donc s'en remettre à elle pour évaluer la solidité des entreprises du secteur. Cependant, en pratique, les commissions de contrôle se limitent à un choix binaire - autorisation d'exercer la profession ou non - alors que le marché aurait besoin

d'informations plus fines. Mais surtout, la compétence de ces organismes est aujourd'hui seulement nationale en Europe, alors que les engagements des grandes entreprises ont en général une dimension internationale. Aux États-Unis, la situation est encore pire : le contrôle se fait au niveau de chaque État fédéré. Bien sûr, les organismes de contrôle sont supposés se parler entre eux, mais, en pratique, la crédibilité de cette coordination est faible et il a pu arriver que le contrôle britannique par exemple n'informe pas totalement de la situation d'une entreprise son homologue français, ou

que sur le cas d'une même entreprise deux contrôleurs américains d'États différents divergent dans leur analyse. L'information fournie par les organismes de régulation publics apparaît donc comme trop limitée et les agents économiques peuvent nourrir de légitimes doutes sur leurs capacités à déceler une fragilité hors de leur territoire de compétences, souvent trop étroit dans l'économie mondialisée dans laquelle les grandes entreprises exercent. Une partie de la solution à ce problème consiste bien sûr à promouvoir une supervision fédérale, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, et des échanges d'information accrus entre superviseurs.

- Les analystes financiers des banques, à travers leurs notes de recherche, pourraient être ces fournisseurs de repères. Mais il demeure un soupçon de conflit d'intérêt entre leur activité « indépendante » et celle de banquier-conseil de leur Maison, même si l'on affirme désormais l'existence de « murailles de Chine ». En outre, ces analystes n'ont qu'un accès limité à l'information en pratique, celle que les dirigeants d'une entreprise veulent bien rendre publique.

- Les journalistes spécialisés pourraient guider le public dans ses choix. Mais nous savons que dans l'univers financier actuel, en particulier pour des professions telles que la banque ou l'assurance, il existe une grande complexité de l'information qui rend l'analyse purement externe très difficile d'autant plus que, là encore, l'accès à l'information est limité.

- Les administrateurs indépendants des conseils d'administration pourraient par leurs déclarations envoyer des signaux aux marchés, eux qui ont un meilleur accès à l'information. Mais malgré les progrès récents du gouvernement d'entreprise dans tous les pays industrialisés, il existe encore beaucoup de doutes sur la réalité de leur action et de leur pouvoir pour qu'ils deviennent en toutes circonstances des sources crédibles d'information.

En creux, nous avons ainsi dessiné ce qui fait la force des agences de notation et qui vient des trois éléments suivants :

- elles affirment avoir un **très bon accès à l'information** sur l'ensemble de l'activité d'une entreprise, quel que soit le secteur (que l'on songe

à la difficulté d'analyser des conglomerats ou des bancassureurs, ce qui demande des expertises sectorielles multiples), quel que soit le lieu de l'activité (États-Unis, Europe, Asie...). Cet accès privilégié à l'information est accordé par les émetteurs car ces derniers savent qu'il est essentiel d'établir avec les agences un climat de confiance dans la durée, ce qui ne peut se faire qu'en décrivant la réalité de leur situation. Si un doute existe dans l'esprit des agences sur le fait qu'elles ont effectivement eu accès à l'ensemble de l'information pertinente, l'émetteur risque de le payer d'une « prime de défiance » conduisant à une notation inférieure. N'oublions jamais que l'opinion exprimée par une agence n'est pas la simple résultante d'un modèle financier, mais comporte aussi des aspects plus subjectifs (résultats passés, prévisions, capacité prouvée à tenir les objectifs fixés, opinion sur l'évolution du secteur d'activité, sur la qualité des dirigeants, réaction à l'évolution de l'actionnariat...);

- contrairement au soupçon qui pèse sur les analystes financiers et dans l'état actuel des choses, **il n'y a pas de risque de conflit d'intérêt** avec une autre de leurs activités, ce qui rend plus crédible l'idée que les échanges avec l'émetteur, placés sous le sceau de la confidentialité, seront sincères et complets et permettront à l'agence de se forger une juste idée de la situation de l'entreprise ;

- leur **compétence technique** est acceptée. Celle-ci vient certes de leurs analystes spécialisés sur le secteur d'activité de l'émetteur, mais aussi largement de leur capacité à recouper de manière systématique les informations fournies par des entreprises du même secteur. Il y a là pour elles un cercle vertueux : l'importance prise par la notation fait que les émetteurs leur fournissent « gratuitement » des informations sur leurs marchés, leurs pratiques et la concurrence, renforçant ainsi la qualité de l'analyse des agences.

Les agences ont ainsi réussi à imposer un formidable « *business model* » auto-entretenu : l'importance prise par leur notation pour les émetteurs leur donne un accès à l'information supérieur à celui des autres agents économiques qui peuvent communiquer leur opinion au public, renforçant de ce fait la crédibilité et l'impor-

tance de leur notation. En outre, sur le fond, le besoin de préserver cette crédibilité, totalement essentielle à leur activité, les conduit en général à agir et les fait apparaître comme le « dernier garde-fou », celui qui n'a pas de compromis à passer avec l'émetteur. Ce « *business model* » auto-entretenu souffre cependant de quelques lacunes sérieuses :

- **émetteurs et agences entretiennent une relation incestueuse**, les agences n'étant pas là pour servir l'intérêt général mais étant des agents privés classiques cherchant à développer leur chiffre d'affaires en faisant payer toujours plus les émetteurs. Les cas ne sont pas rares où le fait de passer d'une notation « non sollicitée » (*i.e.* sans rémunération) à une notation « sollicitée » (payante) a permis de faire remonter la note d'un émetteur - bien sûr grâce à la meilleure compréhension désormais obtenue par l'agence *via* le dialogue instauré... Le fait que les agences soient rémunérées directement par l'émetteur, et par lui seul, crée en pratique une relation complexe ;

- la crédibilité des agences repose sur la confiance placée en elles. Or elles sont souvent *peu transparentes* vis-à-vis du public sur les critères et modèles économiques qui ont conduit à leurs conclusions - qui dépendent souvent de seulement quelques individus en leur sein (ce qui donne une importance exceptionnelle, parfois disproportionnée, au « *lead analyst* »). Il peut y avoir de bonnes raisons à cette absence de transparence (préserver la confidentialité du dialogue avec l'émetteur), mais aussi de mauvaises raisons (opinion davantage fondée sur une intuition que sur des faits). Et les exemples abondent de situations (*cf.* scandales financiers des dernières années, Enron, Parmalat...) où les agences, comme les autres observateurs, n'ont rien vu à temps. Ce manque de transparence est d'autant plus gênant que l'oligopole constitué par elles (la concurrence se limite en pratique à trois ou quatre agences) ne permet aux émetteurs qu'un choix très limité.

Conclusion

Les agences de notation ont réussi à imposer un modèle économique très efficace, répondant au besoin de repères accru ressenti par nombre d'intervenants quant à la solidité financière des émetteurs. Ce rôle est aujourd'hui perçu comme essentiel au bon fonctionnement des marchés financiers, ce qui signifie que, malgré les erreurs commises sur quelques dossiers emblématiques, la communauté financière au sens large continue à leur accorder sa confiance. Cependant, ce rôle de « vigie » est en pratique tenu par un oligopole de quelques sociétés privées, qui n'ont pas forcément à s'appliquer à elles-mêmes les règles de transparence réclamées aux émetteurs et qui entretiennent une relation ambiguë avec ces derniers, à la fois sujets notés et clients à conquérir ou à préserver.

Deux « pistes de progrès » seraient souhaitables :

- que l'oligopole s'élargisse, pour que les émetteurs puissent faire jouer la concurrence de manière plus forte. Mais la crédibilité d'un nouvel acteur ne se décrète pas et se gagne très lentement. En outre, il est dans la nature de l'oligopole de chercher à éliminer les nouveaux entrants ;

- que les agences acceptent une transparence accrue sur leurs méthodes et modalités de fonctionnement, explicitant davantage les critères qui président à leurs décisions.

Note

1. Arnaud Chneiweiss a été conseiller de Dominique Strauss-Kahn, Christian Sautter et Laurent Fabius au ministère de l'Économie et des Finances (1997-2000), puis il a rejoint le Groupe Scor en qualité de secrétaire général (2001-2004), puis de directeur stratégie et participations de Scor Vie.

Les opinions exprimées ici n'engagent que leur auteur.

LA RÉGULATION AMÉRICAINE DES AGENCES DE NOTATION

Pierre-Henri Conac

*Maître de conférences en droit privé
Université Paris I (Panthéon-Sorbonne)*

Les États-Unis réfléchissent depuis la loi Sarbanes-Oxley de 2002 à un renforcement de la réglementation applicable aux agences de notation. La Securities and Exchange Commission (SEC) s'oriente ainsi, sous la pression du Congrès, vers une ouverture du statut de Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) à de nouveaux intervenants, généralistes ou plus spécialisés géographiquement ou sectoriellement. Cela permettrait de réduire l'oligopole qui s'est formé entre les trois principales agences de notation. En revanche, il est peu probable que la SEC ou le Congrès adopteront des dispositions réglementant aussi sévèrement que pour les analystes financiers les activités des agences de notation, ou renforçant leur responsabilité civile à l'égard des investisseurs. En effet, d'un côté, la situation des agences de notation n'est pas comparable à celle des analystes au regard d'éventuels conflits d'intérêts. Et, d'un autre côté, il existe des obstacles constitutionnels à un renforcement de leur responsabilité.

La réglementation américaine des agences de notation (*rating agencies*) présente une importance particulière. En effet, le droit boursier américain sert souvent, en raison de son ancienneté et de l'importance des marchés financiers américains, de modèle ou de référence à de nombreux pays étrangers, y compris la France. Cette importance est encore plus sensible en matière d'agences de notation. En effet, les trois seules agences de notation de dimension mondiale, Standard and Poor's, Moody's Investors Service et Fitch, sont américaines. Aussi, la réglementation élaborée aux États-Unis a *de facto* une portée mondiale.

Le rôle dominant des États-Unis en matière d'agences de notation explique que la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'autorité fédérale compétente en matière boursière, se soit longtemps montrée réservée à l'égard de l'élaboration d'un texte par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV). Aussi, celle-ci n'a finalement adopté qu'en 2003 une déclaration sur les principes applicables aux

agences de notation et, en 2004, un code de conduite. Ce code est proche des règles internes des agences et sa mise en œuvre ne devrait pas entraîner de changement majeur. L'importance de la position américaine a également conduit certains pays à renoncer à adopter une réglementation des agences de notation. C'est le cas de la France. En effet, la loi LSF (loi de sécurité financière) du 1^{er} août 2003 a simplement chargé l'AMF d'élaborer chaque année un rapport sur les agences de notation. De même, la Commission européenne en est encore au stade de la réflexion. Un rapport d'un groupe d'experts doit être publié en avril et la Commission décidera alors s'il est nécessaire de légiférer.

Les agences de notation ne sont pourtant pas réglementées aux États-Unis. En effet, elles bénéficient, lorsque la SEC le leur reconnaît, du statut de *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO). Mais ce statut n'entraîne l'application d'aucune règle précise pour les agences. Il sert simplement pour l'application de certaines règles aux intermédiaires financiers et aux investisseurs. La SEC ne dispose d'ailleurs pas

d'une autorité législative claire en ce domaine. Les différents scandales intervenus aux États-Unis à la suite de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques ont cependant conduit à faire évoluer la situation. En effet, le Congrès a réagi de manière draconienne par l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley de 2002. Celle-ci a renforcé les sanctions pénales applicables aux dirigeants de sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que les contrôles internes, mis fin à l'autorégulation des auditeurs, et imposé des réformes à l'activité des analystes financiers. En revanche, les agences de notation ont été peu touchées par la loi Sarbanes-Oxley. Certes, elles ont également été critiquées pour ne pas avoir détecté à temps la situation délicate de certains émetteurs privés (par ex. : Enron, Worldcom) ou publics, ou, à l'inverse, pour avoir dégradé des notations trop rapidement. Cependant, les agences de notation ont été moins concernées par les scandales financiers. Elles ont donc échappé à l'adoption de mesures contraignantes. Le Congrès s'est contenté de demander à la SEC d'établir un rapport sur leur rôle et sur l'éventualité d'une réglementation.

Depuis 2002, la SEC a publié son rapport, un document consultatif de réflexion (*concept release*), et la Chambre des représentants et le Sénat ont tenu respectivement des auditions. Aucune réforme n'a encore été adoptée, ni par la SEC ni par le Congrès. Toutefois, les agences de notation n'échapperont pas à un renforcement de la réglementation qui leur est applicable. Une proposition de texte de la SEC devrait être publiée dans les deux mois qui viennent. En effet, la situation actuelle des agences de notation pose effectivement des problèmes.

D'une part, il existe un oligopole dont le maintien est peut-être artificiellement favorisé par le statut de NRSRO et qui présente des inconvénients ; il existe donc une volonté d'affaiblir cet oligopole. D'autre part, l'activité des agences de notation n'est pas réglementée. Le contraste est frappant avec les analystes financiers dont l'activité est pourtant proche puisqu'elle consiste également à donner une opinion. Or, cette absence de réglementation présente des inconvénients. De ce fait, il existe aussi une volonté de renforcer la réglementation applicable aux agences de notation.

Le renforcement de la concurrence

En matière de notation, l'existence d'un oligopole présente des inconvénients. Ceux-ci ont été surtout dénoncés par les émetteurs et les concurrents des trois principales agences de notation. Des actions ont été déjà menées et sont également envisagées pour réduire ce monopole.

■ Les inconvénients d'un oligopole

L'existence d'un oligopole place les agences de notation en position de force. Cela favorise une absence de transparence de leur activité - ce que leur reprochent les entreprises qui font l'objet d'une notation - et des pratiques abusives - ce que leur reprochent également leurs concurrents.

◆ La transparence

Les agences de notation sont accusées par certains émetteurs d'attribuer une note de manière non transparente. De plus, de telles décisions sont parfois rendues publiques de manière brutale. Or, l'impact des décisions des agences de notation peut être considérable. Il existe d'ailleurs des effets de seuil (*ratings cliff*) qui peuvent entraîner des conséquences désastreuses en cas de dégradation d'une note. Par exemple, la dégradation d'une note en-dessous du niveau d'investissement sûr (*investment grade*) peut déclencher la mise en œuvre de clauses (*covenants*) et entraîner un renchérissement du coût du crédit. De même, l'abaissement d'une note au niveau le moins élevé (*junk bond*) interdit à certains investisseurs d'acheter ce type d'obligation, entraîne un relèvement du coût du refinancement, et parfois même l'exigibilité immédiate de dettes. Une telle situation peut conduire au dépôt de bilan. Enfin, une dégradation de la notation peut avoir un effet de contagion (*spill over effect*) sur les marchés des actions, interdisant également une augmentation de capital.

De ce fait, il existe une demande des entreprises en faveur d'une plus grande transparence de l'activité des

agences de notation. Néanmoins, les agences rencontrent généralement les dirigeants de l'entreprise qu'elles notent. Ces entretiens peuvent d'ailleurs donner lieu, par exception, à la réglementation générale de la SEC, à la communication d'informations privilégiées. Aussi, un dialogue est-il en réalité tout à fait possible sauf dans le cas où la notation est attribuée par une agence sans que l'émetteur ne l'ait demandée. De même, les émetteurs et les investisseurs souhaitent que les agences de notation détaillent davantage les éléments pris en compte dans leur opinion. Or, les agences de notation ne révèlent pas leur méthodologie et les justifications de leur décision. Une plus grande transparence permettrait donc aux intervenants de comprendre le pourquoi de l'évolution de la note.

◆ Les pratiques abusives

De même, les principales agences de notation sont accusées de pratiques abusives. Celles-ci consisteraient à imposer aux émetteurs de recourir à une notation ou à écarter des agences concurrentes. Certains émetteurs auraient ainsi été menacés de notation unilatérale s'ils n'acceptaient pas de faire noter une émission. Cependant, la notation unilatérale n'est pas une pratique répandue. D'autres émetteurs auraient été menacés d'un refus de contracter si des agences de notation concurrentes étaient aussi retenues (*notching*).

En plus de mesures ponctuelles pour atténuer ces pratiques, le Congrès et la SEC envisagent donc des actions pour affaiblir l'oligopole des agences de notation qui favorise ces pratiques.

■ Les actions contre l'oligopole

L'existence du statut de NRSRO constitue, dans sa pratique actuelle, un obstacle au développement de la concurrence. La suppression de ce statut est toutefois peu probable et la SEC cherche plutôt à en faciliter l'accès.

◆ La suppression du statut de NRSRO

L'existence d'un oligopole est en partie favorisée par le statut de NRSRO. De fait, seules les notes accordées par des agences bénéficiant du statut de *Nationally*

Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) comptent en pratique. En effet, d'une part, la réglementation élaborée par la SEC accorde des allègements dans le cas de l'émission ou de la détention de titres de haute qualité (*investment grade securities*). De même, la *Federal Reserve*, le *Comptroller of the Currency* et de nombreux États fédérés prennent en compte la notation des titres de créance. D'autre part, de nombreuses institutions financières ne peuvent détenir, de par leur statut ou par contrat, que des titres qui bénéficient d'une note émise par une NRSRO. Ces dernières bénéficient donc d'un avantage concurrentiel qui faciliterait le développement de pratiques abusives et constituerait aussi une barrière à l'entrée de concurrents.

Le statut de NRSRO ne peut être obtenu que par des entreprises dont les analyses sont considérées comme crédibles et fiables sur les marchés financiers américains. Or, les émetteurs et les investisseurs n'acceptent généralement d'utiliser que des notations provenant de NRSRO. Les concurrents sont donc dans un cercle vicieux. Pour obtenir le statut de NRSRO, ils doivent être acceptés par le marché. Pour être acceptés par le marché, ils doivent obtenir le statut de NRSRO. C'est le problème classique de la poule et de l'œuf. De plus, le processus de demande du statut de NRSRO est particulièrement opaque. Certaines sociétés ont attendu plusieurs années avant d'obtenir une réponse négative de la SEC - qui n'était d'ailleurs même pas argumentée.

La suppression du statut de NRSRO a donc été envisagée mais cette possibilité radicale n'a pas été retenue. En effet, la tendance aux États-Unis, comme en Europe, est plutôt de réglementer étroitement les professionnels ou d'établir de nouveaux statuts. D'ailleurs, le droit boursier américain a connu et connaît encore des règles qui ont un effet anti-concurrentiel. Par exemple, jusqu'en 1975, les tarifs de courtage ne pouvaient pas être fixés librement. La raison de cette relative indifférence à la dimension anti-concurrentielle de certaines règles boursières vient que l'objectif principal de cette réglementation est la protection des investisseurs, pas de la concurrence. Enfin, la SEC est traditionnellement une agence conservatrice, au sens réglementaire. Elle a toujours eu une tendance, sauf exception, à rejeter la suppression d'une réglementation qu'elle a créée.

◆ L'ouverture à d'autres intervenants

La SEC semble plutôt avoir choisi d'ouvrir le statut de NRSRO à de nouveaux intervenants. Ainsi, elle a accordé ce statut en 2003 à une société canadienne, *Dominion Bond Ratings*. Une agence spécialisée dans le secteur de l'assurance, A.M. Best, vient de bénéficier de ce statut.

Dans le même temps, la procédure d'octroi du statut de NRSRO devrait devenir plus transparente. Pour cela, une proposition, soumise en mars 2005 au Conseil des commissaires de la SEC, l'équivalent du collège de l'AMF, envisage d'adopter une définition de la NRSRO. Cela permettra aux demandeurs de mieux déterminer s'ils correspondent ou non aux exigences posées par la loi.

L'accès au statut de NRSRO serait ouvert à des agences spécialisées dans un secteur financier ou dans un secteur géographique. Ainsi, une agence de notation étrangère pourrait plus facilement obtenir le statut de NRSRO. L'élargissement du nombre d'agences de notation bénéficiant du statut de NRSRO s'accompagnerait d'une limitation dans le temps de ce statut. Ainsi, un contrôle périodique serait organisé.

Enfin, le Conseil des commissaires de la SEC devrait exercer un plus grand contrôle sur la procédure d'octroi du statut de NRSRO. Le Conseil de la SEC serait ainsi informé de la réception d'une demande et son auteur pourrait le saisir directement en cas de problème au niveau des services. L'un des commissaires de la SEC, Harvey Goldschmid, a suggéré que l'octroi du statut soit fait par le Conseil et non par les services, comme actuellement. Cela paraît l'évidence étant donné l'importance qu'a acquise ce statut.

Le développement de la concurrence entre les agences de notation devrait normalement réduire les risques de comportements abusifs de la part de ces dernières. Il s'agit donc d'une évolution positive. À côté de cette action entreprise en vue de renforcer la concurrence entre les agences de notation, les États-Unis envisagent également de renforcer la réglementation applicable aux agences.

Le renforcement de la réglementation

L'absence de réglementation de l'activité des agences de notation conduit à faire deux critiques. D'une part, les agences de notation seraient soumises, comme les analystes financiers et les auditeurs avant le vote de la loi Sarbanes-Oxley de 2002, à des conflits d'intérêts. Elles ne seraient pas indépendantes. D'autre part, en cas d'erreur de leur part ou de conséquence grave de leurs notes, elles échappent à toute responsabilité véritable.

■ L'indépendance des agences de notation

Les agences de notation ont fait l'objet de critiques pour leur manque d'indépendance. Il leur est reproché, comme pour les analystes financiers employés par des banques d'investissement, d'être soumises à un conflit d'intérêts. En effet, les agences sont généralement rémunérées par les sociétés qu'elles notent. L'argument consiste donc à dire que leur intérêt est d'accorder une note favorable afin de conserver leur clientèle. La situation serait donc proche de celle des analystes financiers travaillant dans les banques d'investissement qui, n'étant pas payés par les investisseurs, ont été accusés d'émettre des opinions afin de favoriser les activités de placement de titres de leurs employeurs.

En fait, cet argument n'est pas convaincant. Certes, il existe un conflit d'intérêts, mais la véritable question est de savoir s'il est assez important pour influencer le jugement des agences de notation. Or, d'une part, les agences de notation sont, en réalité, principalement au nombre de deux si bien que les émetteurs ne peuvent pas facilement faire jouer la concurrence, contrairement à ce qui se passe en matière de banque d'investissement, employeur des analystes où le marché est très concurrentiel. De plus, les émetteurs doivent nécessairement obtenir une notation s'ils veulent que leurs titres de créances soient détenus par certains fonds d'investissement. D'autre part, les bénéfices des agences de notation ne sont pas dépendants

de contrats conclus avec quelques émetteurs, ce qui les placerait dans une situation de dépendance économique à leur égard. Leur chiffre d'affaires est émietté. Les personnes physiques travaillant dans les agences sont également soumises à des règles destinées à préserver leur indépendance financière. Enfin, les agences de notation n'effectuent généralement que cette activité et ne facturent que peu d'autres services aux émetteurs. Leur situation se distingue donc de celle des auditeurs qui, avant le vote de la loi Sarbanes-Oxley, tiraient une partie substantielle de leurs bénéfices de l'activité de conseil en technologie de l'information. Toutefois, si ces activités annexes devaient se développer, le risque de conflit d'intérêts deviendrait plus important.

D'ailleurs, les reproches d'absence de transparence et d'abus qui sont adressés aux agences de notation ne résultent pas d'une perte d'indépendance mais, au contraire, d'un excès d'indépendance. De plus, on peut se demander si cela constitue un problème alors que les efforts des législateurs, dans le cadre du gouvernement d'entreprise, visent à renforcer l'indépendance des professionnels et des administrateurs.

Il est peu probable que la SEC et le Congrès adoptent des règles très sévères en matière de conflits d'intérêts car ils ne sont pas aussi importants que dans le cas des analystes financiers. En revanche, la question de l'absence de responsabilité des agences de notation est plus pertinente.

■ La responsabilité des agences de notation

Les agences de notation peuvent commettre des erreurs au préjudice des investisseurs ou des émetteurs. Ainsi, les principales agences de notation évaluaient encore la dette d'Enron au niveau *investment grade* quatre jours avant son dépôt de bilan.

Une agence de notation peut, certes, engager sa responsabilité contractuelle pour faute à l'égard de la société qu'elle a notée et qui l'a payée pour le faire. Toutefois, ces cas sont rares. De plus l'agence de notation est protégée, au titre du droit de la presse par le premier amendement de la constitution américaine. La jurisprudence exige la preuve qu'elle savait que son opinion était fautive, qu'elle a

fait preuve d'une inconscience (*actual malice*). Le régime de responsabilité est le même que pour un journal. Un émetteur peut également agir en responsabilité délictuelle, en cas de notation non demandée et défavorable. Toutefois, les agences bénéficient alors du régime protecteur élaboré par la Cour suprême en matière de diffamation.

Ce sont surtout les investisseurs qui se plaignent d'une erreur d'une agence. Or, dans ce cas, la possibilité pour eux d'agir en responsabilité est également très limitée.

En effet, lorsque leur opinion est intégrée dans un prospectus d'information, par exception au droit commun, leur responsabilité ne peut être engagée à l'égard des investisseurs pour faute. Le plaignant doit prouver que l'agence de notation savait que son opinion était fautive ou qu'elle a fait preuve d'une inconscience lourde. En effet la protection au titre du premier amendement s'applique également.

De même, il est difficile pour un investisseur d'engager la responsabilité d'une agence de notation pour fraude en invoquant la règle 10b-5 de la réglementation de la SEC. En effet, le plaignant doit prouver qu'il a acquis les titres en raison de la notation et que l'agence l'a publiée dans le but de tromper, manipuler ou frauder le public. De telles conditions ne semblent pas pouvoir être retenues en pratique contre une agence de notation.

Ainsi, aux États-Unis, il n'y a eu que très peu d'affaires où des agences de notation ont été poursuivies. Il y a donc une particularité du système américain, en ce qui concerne les agences de notation, qui est surprenante au regard de l'intensité contentieuse qui règne aux États-Unis. Cette situation peut paraître discutable mais la SEC ne peut pas véritablement la faire évoluer.

Conclusion

Le système américain de régulation des agences de notation devrait évoluer mais de manière limitée.

La SEC devrait ouvrir le statut de NRSRO à de nouveaux intervenants et inciter les agences de

notation à adopter un code de bonne conduite relatif notamment à la gestion des conflits d'intérêts.

La situation est donc très différente de celle des auditeurs et des analystes financiers dont la profession a été soumise à des règles très contraignantes par la loi Sarbanes-Oxley de 2002. La première raison en est que les agences de notation ont sans doute commis des erreurs de jugement mais n'ont pas été complices de fraudes comptables. À l'inverse, elles en ont plutôt été victimes puisque leur réputation a pu en être affectée. La seconde raison en est que les agences de notation ne sont pas en situation de conflit d'intérêts, comme ont pu l'être les auditeurs et les analystes. Il n'y a pas d'arme du crime et l'on ne sait même pas s'il y a eu

véritablement un crime. Cette différence explique la vitesse de l'évolution réglementaire aux États-Unis qui est proche de celle de l'escargot.

La relative stabilité du droit américain n'interdit pas aux autres pays de réglementer les activités des agences de notation sur leur territoire. Toutefois, une telle réglementation rencontrerait l'hostilité des agences de notation car elle risquerait de varier selon les pays. En revanche, il est toujours possible d'appliquer aux agences les règles de droit commun de la responsabilité. Ainsi, comme cela a été récemment jugé en France au sujet d'une banque américaine pour des analyses financières qui auraient été biaisées, un émetteur ou un investisseur peut agir en responsabilité contre une agence de notation.

F AUT-IL CASSER L'OLIGOPOLE ?

Alain Couret ¹

Professeur agrégé à l'université Paris 1, Panthéon-Sorbonne

Ce qui frappe d'abord l'observateur du marché de la notation est évidemment l'extraordinaire concentration de ce marché, tant sur le plan mondial que sur le plan local². Trois agences le dominant à la fois en France et dans le monde³. Historiquement, ce marché a été plus ouvert. Il y a une quinzaine d'années, on recensait un nombre relativement élevé d'acteurs. Une concentration s'est opérée ; Fitch était par exemple issue de ce processus de concentration. On est donc semble-t-il en présence d'un oligopole, encore que dans sa résolution du 10 février 2004, le Parlement européen « prie les autorités compétentes de l'Union européenne d'examiner le degré de concentration qui caractérise la profession de la notation et d'établir si un oligopole s'est formé en conséquence »⁴. On tiendra cependant pour acquis, en ce qui nous concerne, le fait qu'on est bien en présence d'un oligopole ; mais on voit bien que ce choix mériterait sans doute une plus longue réflexion.

La question qui vient donc tout naturellement est celle de savoir s'il faut casser cet oligopole.

Cette question n'est pas toujours posée avec une telle brutalité mais le taux de concentration du secteur interpelle les autorités : ainsi le Parlement européen a mandaté la Commission européenne en vue d'examiner la nécessité éventuelle d'une réglementation des agences de notation. En mars 2004, la Commission a indiqué que le degré de concentration qui caractérise le marché de la notation était l'un des éléments au cœur de ces réflexions.

Quels sont les facteurs qui ont accusé l'acuité de cette question ? Le rapport AMF publié en 2005 sur les agences de notation est assez éclairant sur ce point⁵.

La notation concerne avant tout des titres de créance. Toutefois le rapport AMF relève qu'un lien avec le marché des actions s'est établi. Les entreprises notées pèsent plus de 70 % de la capitalisation de la place de Paris, créant ainsi un lien potentiel direct entre la notation et le marché des actions note l'AMF⁶. En fait, la notation participe aujourd'hui de la **chaîne de sécurité de l'information** dont elle est un maillon.

L'AMF relève encore que les notes sont de plus en plus utilisées au-delà des émissions de marché, pour **servir de référence aux contrats privés** (Dondero, Haschke-Dournaux, Sylvestre, 2004) - notamment de financement bancaire - ou aux règles d'investissement dans la gestion d'actifs.

À cela il faut ajouter sans doute le fait que la notation s'inscrit de plus en plus dans un processus contraint. Le législateur, le pouvoir réglementaire, tendent à multiplier les cas dans lesquels la notation est obligatoire :

- l'article L 214-44 du Code monétaire et financier requiert cette notation pour les parts de fonds communs de créances ;
- les émetteurs de titres de créance négociables doivent rendre publique, avant l'émission, la notation de leur programme d'émission (décret⁷ n° 2004-865 du 24 août 2004) ;
- le règlement Euronext Paris Bourse SA autorise cette entreprise de marché à solliciter, à l'appui de toute demande d'admission aux négociations de titres de créance, la production d'une notation ;
- l'AMF peut demander la notation de certaines émissions par une agence spécialisée.

Enfin, les observateurs relèvent que les nouveaux ratios réglementaires (et notamment les ratios Mc Donough issus de Bâle II) vont accroître encore le recours obligé à la notation.

Face à cette montée en puissance des enjeux, on relève chez les observateurs trois types de réaction que je voudrais envisager successivement :

- une première réaction consiste à dire : « oui, il faut briser cet oligopole mais pour lui substituer un monopole ou une formule voisine » ;
- une deuxième réaction, inverse, plaide pour une large ouverture à la concurrence ;
- la troisième réaction se ramène à l'idée que le vrai débat n'est pas dans ce questionnement mais dans la recherche d'une méthode de régulation quel que soit le nombre des acteurs.

Essayons d'aller plus loin dans l'examen de ces trois positions.

■ Briser l'oligopole pour lui substituer un monopole

Ce monopole serait bien évidemment un monopole étatique. L'idée est que la notation constituant de plus en plus une **mission de service public**⁸, elle devrait elle-même être assurée par un service public. Elle apparaît totalement archaïque en 2005. Mais on la trouve développée sous la plume d'universitaires et notamment dans un essai publié en 2002 sous le titre *Le capitalisme déboussolé*.

« Une solution plus radicale qui, compte tenu de la situation, a notre préférence, consisterait en une appropriation collective de cette fonction (le statut public n'étant pas dans ce domaine preuve absolue d'inefficacité comme en témoigne l'"agence de notation" de la Banque de France, FIBEN). Cette "nationalisation" n'est, bien évidemment, pas facile à mettre en œuvre. Au-delà des cris d'orfraie de certains (en particulier des premiers concernés, les agences elles-mêmes), les vraies difficultés tiennent au mode de nationalisation et au système de contrôle des agences ainsi nationalisées. Sur le premier point, la réponse est simple : cette nationalisation ne pouvant relever de l'un quelconque des États-nations, une procédure internationale doit être mise en place, dans ce domaine comme cela a déjà été fait

dans bien d'autres. N'est-on pas en train d'envisager une organisation mondiale de l'environnement pour faire face aux défis du développement durable ? Une Organisation mondiale d'évaluation ne nous paraît pas poser plus de problèmes. Au contraire, puisque la "matière première", c'est-à-dire les agences, existe déjà. »¹⁰

Cette idée a des cousines : certains plaident régulièrement la thèse que l'indépendance des commissaires aux comptes passe par un système de centralisation des honoraires dans un organisme national qui assurerait leur rémunération.

Mais si l'idée apparaît archaïque dans une version sommaire, elle peut sans doute connaître des déclinaisons moins radicales comme la création d'un organisme de surveillance national, européen sinon mondial qui, par ses normes et prescriptions, finirait par créer une situation assez voisine de celle issue d'une appropriation collective des agences de notation. Nul n'y songe véritablement au niveau mondial. Au niveau européen, il n'est nulle part envisagé une supervision aussi active, le Parlement semblant avoir condamné une telle idée. Le législateur national pour sa part est à l'abri d'une telle tentation car, s'agissant de sociétés américaines pour l'essentiel, on ne voit pas ce qui pourrait être nationalisé.

À vrai dire, à l'heure de la mondialisation et de l'ouverture des économies, personne ne peut songer très sérieusement à « *nationaliser* » la notation.

■ Ouvrir plus largement la notation à la concurrence

Cette ouverture à la concurrence peut se développer dans deux directions. On peut imaginer une concurrence accrue entre agences de notation. On peut également envisager l'encouragement de la concurrence entre agences de notation et d'autres instances spécialisées dans l'évaluation du risque.

◆ La concurrence accrue entre agences de notation

La consultation lancée par la SEC en 2003 suite aux demandes du Congrès américain montre que beaucoup de professionnels ont manifesté le vœu de

voir la profession plus largement ouverte à la concurrence (Raulot, 2003). Au demeurant plusieurs candidats à l'agrément attendent depuis quelques années le feu vert de la SEC¹¹ : Egan-Jones, Lacle Financier, etc.

En Europe, la résolution du Parlement européen du 10 février 2004 « *demande que soit favorisée l'émergence en Europe d'agences de notation qui prennent plus en compte que ne le font les agences actuelles les particularités et les besoins spécifiques des petites et moyennes entreprises* »¹². En France, des voix s'élèvent régulièrement en faveur d'un accroissement de la concurrence : « *Au-delà de l'amélioration et l'approfondissement des techniques d'analyse utilisées par les agences de notation, leur influence individuelle pourrait être limitée en offrant au marché des sources d'information concurrentes. Il importe d'assurer la diversité des analyses, comme celle des investisseurs, pour éviter les retournements brutaux de situation.* », écrit un bon expert de ces questions (Rerolle, 2003).

Pour une partie, il s'agit d'un problème d'**agrément**.

La question aux États-Unis a des spécificités. Les agences ne peuvent opérer sur le territoire américain qu'après avoir été reconnues comme des NRSRO (Nationally Recognised Statistical Rating Organisation). En France il n'est pas évident que les conditions d'agrément soient dissuasives pour les éventuels entrants sur le marché : l'agrément américain vaut de fait agrément pour la France. Toutefois, d'autres acteurs pourraient sans doute être agréés.

L'ouverture à la concurrence soulève des questions très délicates dont on se bornera à évoquer quelques-unes d'entre elles :

- Ne risque-t-on pas d'assister à un développement du « *rating shopping* » ? (White, 2002-2003) Celui-ci irait à l'encontre des objectifs d'information recherchés.

- Une compétition limitée entre agences facilite la délivrance de jugements de qualité. Comme le note un auteur, les agences exercent un second métier qui est la fabrication d'un consensus. Elles produisent des certitudes (Kotz, 2003). Une ouverture trop large du marché introduirait des

dissonances et affaiblirait ce pouvoir de création d'un consensus. On ne peut ignorer que certaines positions ont été acquises depuis plus d'un siècle et que l'autorité qui s'y attache sera difficile à recréer.

- Peut-on facilement respecter les conditions d'une indépendance indiscutable ?

L'indépendance est inévitablement le cœur de la légitimité d'une agence de notation.

Au-delà de ce questionnement, il paraît évident que l'ouverture ne se fera pas au niveau national. C'est l'éventuelle apparition de nouveaux acteurs sur le marché américain qui peut dans un deuxième temps se traduire par une ouverture de la concurrence sur les marchés européens.

Il est intéressant d'observer que le Parlement européen ici encore a invité la Commission européenne à réfléchir sur la création d'une autorité européenne d'enregistrement des agences, ce qui constitue une tentative de réguler au niveau européen une éventuelle ouverture du monopole.

◆ La concurrence entre agences de notation et autres instances spécialisées dans l'évaluation du risque

Le risque est grand de voir la notation des agences imposée comme seul jugement de référence par les autorités. Aussi certaines voix se sont prononcées pour un rôle accru des instances publiques spécialisées dans l'évaluation des risques, comme la centrale des bilans de la Banque de France (Kotz, 2003).

Au demeurant, il faut indiquer ici que les banques qui déléguaient autrefois l'analyse crédit des émetteurs aux agences de notation ont depuis quelques années développé leurs propres outils d'analyse, ce qui retire des parts de marché aux agences¹³.

À ce stade de raisonnement, il faut bien prendre acte du fait que la question qui a servi de point de départ à notre raisonnement est excessivement ambitieuse. Faut-il casser l'oligopole ? Nous n'avons certainement pas les moyens de le casser, même si une ambition était au rendez-vous. L'Europe en a peut-être les moyens, mais cela reste largement à voir. C'est donc une troisième voie surtout qui s'ouvre : une meilleure gestion de cet oligopole.

■ Mieux gérer une situation oligopolistique

C'est manifestement l'idée dominante. Il n'est pas question dans une introduction de rentrer dans des questions de fond. Je voudrais simplement évoquer dans un premier temps les questions de méthode, puis quelques interrogations essentielles.

◆ Questions de méthode

Les interrogations d'ordre méthodologique peuvent être multiples ici. On songe *a priori* à la détermination d'un vecteur efficace au plan national pour la gestion de cette situation. Mais on en vient rapidement à s'interroger sur les limites d'une démarche strictement nationale.

Tout d'abord, quel peut être le vecteur efficace d'une bonne régulation ?

- L'autorégulation ?

L'autorégulation est sans doute une voie intéressante pour rendre plus acceptable une situation d'oligopole. Les efforts des grands acteurs pour l'affirmation de principes déontologiques ont vocation à contribuer à atténuer les critiques dont ils ont fait l'objet. Moody's¹⁴, Standard and Poor's¹⁵, ont ainsi cherché à définir des codes de bonne conduite. On retrouve l'idée déjà évoquée de contribuer à la réalisation d'un consensus.

- La régulation souple ?

C'est au fond ce que le législateur français a demandé à l'AMF. Au travers du rapport annuel sur la notation, que l'autorité de régulation a l'obligation d'établir, peut être recommandée une discipline collective.

- La réglementation ?

Mais, poser la question du recours à la réglementation, c'est en réalité soulever aussitôt une autre interrogation : à quel niveau faut-il situer la régulation ou la réglementation ?

Au niveau national ? La carence paraît générale. La loi Sécurité financière pour la France illustre bien la question¹⁶.

Au niveau européen ? C'est sans doute l'échelon le plus pertinent et les projets en cours l'illustrent parfaitement.

◆ Quelques interrogations essentielles

On se bornera ici à donner deux exemples.

- Jusqu'où faut-il aller dans la dialectique unification/différenciation ?

La concurrence appelle une différenciation des méthodes. On ne peut imposer une réglementation de l'activité de notation qui déboucherait sur une standardisation des notes : le risque serait grand de dissuader le développement de nouvelles méthodes et de technologie d'analyse. En même temps, une unification par exemple des règles déontologiques des règles de communication avec le marché est souhaitable.

- Jusqu'où aller dans la dialectique soumission à une autorité de réglementation/indépendance de jugement ? Un assujettissement trop fort atténue le jeu de la concurrence.

Dans sa résolution¹⁷ déjà citée à plusieurs reprises, le Parlement européen s'est montré très ferme sur ce point, consacrant la *freedom of speech* :

« 12. Est résolument opposé à toute tentative d'intervention de l'autorité de réglementation quant au fond des avis exprimés par les agences, dans leurs notations et autres déclarations, au sujet de la solvabilité des débiteurs qu'ils jugent et quant au rythme de la publication des notations ; souligne que les agences doivent disposer d'une totale liberté d'expression et d'une pleine indépendance à l'égard de l'influence que pourraient exercer les responsables politiques et les entreprises ; »

« 13. Admet qu'il peut s'avérer difficile d'établir la distinction entre les règles concernant les méthodes et les règles intéressant le contenu et l'appréciation ; estime que cette difficulté est un sérieux argument à prendre en compte dans la recherche d'une solution de type réglementaire ; souligne, par ailleurs, que les dettes souveraines des États sont notées et que les exigences administratives des autorités de réglementation peuvent servir à exercer une pression indirecte en faveur d'un relèvement des notes des dettes souveraines. »

Reste que toute tentative de réglementation affecte peu ou prou cette *freedom of speech*.

Notes

1. *Centre de recherche en droit financier (UMR Paris I - CNRS 8056) - Avocat associé (CMS Bureau Francis Lefebvre).*
2. *Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI) - Point C.*
3. *Une quatrième, Dominion, n'est guère présente sur le marché européen.*
4. *Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI) - Point 17.*
5. *Rapport 200 de l'AMF sur les agences de notation.*
6. *Rapport p. 24.*
7. *Modifiant le décret n° 92-137 relatif aux titres de créances négociables.*
8. *La résolution précitée du Parlement européen affirme au point 10 la conviction du Parlement sur le fait que les agences de notation poursuivent des objectifs d'intérêt général.*
9. *Olivier Pastre et Michel Vigier, Éditions La Découverte.*
10. *p. 175.*
11. *Lysiane J. Baud, « Les petites qui frappent à la porte de la SEC ».*
12. *Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI)) – point 7.*

13. *Rapport AMF, p. 41.*

14. « Principles of Business and professional Practice for Credit Rating Agencies », *juin, 2003.*

15. « Code of practice and procedures », *septembre, 2004.*

16. *Voir notre article « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », Revue des sociétés, 2004, p. 767 et s.*

17. « Principles of Business and Professional Practice for Credit Rating Agencies », *juin, 2003.*

Bibliographie

DONDERO, Bruno, HASCHKE-DOURNAUX, Marianne, SYLVESTRE, Stéphane, « Les agences de notation », *Droit des sociétés, Actes pratiques, novembre-décembre, p. 5 et s., 2004.*

KOTZ, Hans-Helmut, « Les certitudes fragiles des agences de notation », *Option Finance, n° 739, 2 juin, 2003.*

RAULOT, N., « La SEC propose d'ouvrir le secteur de la notation financière », *La Tribune, mercredi 29 janvier, 2003.*

REROLLE, J.F., « Le pacte de la transparence : acteurs et éthique de l'information financière », *Cahier n° 6, Ernst and Young, juin, 2003.*

WHITE J., Laurence, « *The see's other Problem* », *Regulation Witner, p. 38 et s., 2002-2003.*

FAUT-IL QUE LES AGENCES DE NOTATION SOIENT « INITIÉES » ?

François Meunier

Directeur financier de Coface

On s'interroge sur un avantage, moins naturel qu'il y paraît, donné aux agences de notation en matière d'accès à l'information sur la solvabilité des entreprises cotées. Lors de leurs exercices de notation sollicitée, les agences disposent d'un plein accès à l'entreprise, à son management et à ses informations internes. C'est un privilège qu'elles ont sur d'autres catégories de producteurs d'information. Par exemple, les analystes financiers, qui écrivent pour les actionnaires, ne peuvent disposer d'informations privilégiées. Les réglementations boursières (suivant la règle de fair disclosure de la SEC, l'autorité américaine des marchés financiers, suivie par l'AMF, le régulateur français) imposent une égalité de traitement entre diffuseurs d'information : les analystes ne peuvent publier de recommandations sur une société sur la base d'informations dont le marché n'aurait pas connaissance. Les agences sont exonérées de cette obligation¹. Pourquoi cet avantage ?

Pour poser les termes du débat, il faut d'abord rappeler les deux fonctions de diffusion d'information et de surveillance dont on crédite traditionnellement les agences.

Les agences apportent d'abord une valeur ajoutée par la collecte et la mise en commun d'informations, en faisant bénéficier les investisseurs de leurs capacités d'analyse et de leurs économies d'échelle. Elles réduisent les écarts d'information entre émetteurs et investisseurs qui, sans correctifs, renchériraient le coût de la dette et pourraient aller jusqu'à menacer l'existence même du marché. Les études empiriques sur le sujet vont presque toutes dans ce sens².

En tant qu'agents des créanciers, elles jouent aussi un rôle de surveillance de la gestion du management quand celle-ci peut avoir un impact sur la solvabilité de l'entreprise. Aujourd'hui, le dirigeant d'entreprise ne peut plus négliger l'effet de ses décisions sur la qualité de la dette émise. C'est une évolution positive à laquelle les agences ont fortement contribué. Par exemple, le débat sur la gouvernance d'entreprise concluait traditionnellement à la primauté du critère de valeur actionnariale,

par lequel l'objectif de l'entreprise est de rendre maximal le profit actualisé pour l'actionnaire ; le critère s'élargit aujourd'hui à la valeur de tous les droits financiers, ceux des actionnaires comme ceux des obligataires³.

Combinant à la fois information et surveillance, les notes d'agence sont donc un progrès incontestable, à la base de leur immense succès. C'est là qu'un risque nouveau apparaît.

En effet, par leur omniprésence sur les marchés, les agences acquièrent une toute autre dimension. Plus que de simples diffuseurs d'information, elles aident à fabriquer l'opinion sur un titre financier ou sur une entreprise. Elles parviennent à polariser les anticipations des marchés sur une référence unique, celle qui résulte de leur note de solvabilité. Elles créent des « conventions » qui servent de repères dominants, à l'exclusion souvent de tous les autres, et avec parfois une capacité à s'autoréaliser. La publication d'une note de crédit prend valeur de prise de position de l'« oracle », qui donne le « la » sur les marchés. Le rôle des agences peut devenir dans ce cas déstabilisant pour l'entreprise, surtout dans les moments difficiles où son financement est en jeu.

Un exemple est symptomatique. Désormais, la dégradation par l'une des trois grandes agences de la note d'une société cotée provoque le plus souvent une chute du cours boursier⁴. Pourtant on sait qu'il n'y a pas de lien mécanique entre une moins bonne qualité de la dette et le cours de l'action. Le lien peut même être positif quand une décision de l'entreprise modifie le partage de la valeur entre actionnaires et créanciers (par exemple entreprendre un projet rémunérateur, mais plus risqué). Si l'impact tend à être exclusivement négatif, c'est que les investisseurs interprètent la dégradation de la note par l'« oracle » comme un signal négatif sur l'entreprise elle-même et non sur sa seule dette. Plus encore, la dégradation peut signaler l'existence d'informations négatives inconnues jusque-là, voire même, dans le climat post-Enron qu'on vit encore sur les marchés, tenues cachées par le management.

La position d'oligopole stable des agences joue à l'évidence un rôle (les trois grandes font 90 % du marché de la notation). Mais à vrai dire, les agences agissent ici à corps défendant et ne sont pas les seuls responsables de la place exagérée que les marchés leur donnent. Par exemple, le discrédit qui continue à peser sur les analystes-action depuis la bulle Internet accroît la domination des agences dans la prise de parole. La généralisation du « calage » de multiples contrats ou réglementations internes sur les notes d'agence (clauses contingentes de contrats de dettes, restrictions contractuelles dans la gestion de portefeuille...) renforce l'effet de focalisation, sans provoquer autre chose qu'une sérénité impuissante chez les régulateurs. Paradoxalement, ces derniers ont pu contribuer aussi à cet excès de crédibilité, en poussant à la généralisation de l'usage des notations - voir la nouvelle obligation, depuis la loi française sur la sécurité financière, de notation des titres de créances négociables ; voir aussi le recours à la notation d'agence dans le calcul des besoins en fonds propres des banques sous Bâle II, même si, dans le cas d'espèce, d'autres techniques, telles les scores, sont mieux adaptées à la mesure quantifiée du risque de crédit.

Enfin, cette hégémonie des agences résulte d'une certaine démission d'acteurs importants dans ce qu'on

peut appeler la « chaîne de confiance » qui entoure l'entreprise : les commissaires aux comptes, les conseils d'administration ou même les banques. Il est connu que ces dernières, pour de multiples raisons, ont sous-investi pendant deux décennies dans la recherche-crédit pour compte propre, en privilégiant leur fonction d'intermédiaire et s'en remettant exagérément aux agences⁵. Du coup, celles-ci deviennent des dépositaires exclusifs de la confiance, exonérant les autres intervenants du marché d'un jugement propre.

C'est dans ce contexte qu'il faut s'interroger sur le privilège d'accès aux informations privées réservé aux agences. Elles visitent l'entreprise avec des listes de documents internes à fournir. Les analystes financiers en sont exclus. Pourquoi les créanciers, ou leur agent, auraient-ils des informations que les agents des actionnaires ne connaissent pas, les obligeant à être suivistes ? Il est sain que les agences aient plutôt plus que moins d'informations quand elles livrent leur diagnostic. Il est malsain qu'un privilège leur permette de pouvoir se targuer, légitimement, d'être les mieux informées du marché. Leur notation devient la seule « crédible », et donc à terme hégémonique.

En pratique, il y a deux réponses à la question soulevée : soit on permet à tous les producteurs d'information - y compris les bureaux d'analyse financière et d'analyse de crédit - de bénéficier de l'accès aux informations privilégiées, soit on étend la contrainte de *fair disclosure* aux agences. Dans le premier cas, il faut garantir à la fois une position d'indépendance de l'acteur et une protection du caractère confidentiel de l'information, deux contraintes difficiles à remplir. Dans une sorte de jugement de Salomon, la seconde voie, celle de la restriction, est plus aisée. En termes positifs, elle revient à imposer que toute information donnée à une agence devienne *ipso facto* une information de marché. L'agence garderait bien sûr la possibilité d'entretien avec des membres d'une direction générale, mais, comme dans le cas des analystes financiers, avec une obligation des dirigeants, soit de réserve, soit de diffusion plus large au marché.

On objectera que cette règle égalitaire est pénalisante pour les marchés si les entreprises devaient ainsi

devenir moins transparentes. Mais ce danger se réduit désormais avec la mise en place des normes comptables IFRS qui étendent considérablement le champ de la communication financière. Là est la bonne approche : si une information devait manquer au marché pour bien juger de l'entreprise, ce n'est pas à un agent mis en position de monopole d'aller la chercher, c'est au régulateur comptable ou financier de l'imposer. Par ailleurs, le dommage ne semble pas être si important : certaines études montrent que les notes d'agence accroîtraient fortement leur pouvoir prédictif si elles exploitaient davantage et mieux l'information publique déjà disponible sur les sociétés⁶. Autrement dit, l'information privée jouerait un rôle de substitut en partie inutile, signe que les marchés sont déjà fortement informés ou bien que les analystes des agences n'ont pas vraiment le temps d'exploiter l'information qu'ils requièrent. De façon intéressante, le récent rapport de l'AMF sur les agences de notation (2004) indique (p. 46) à l'occasion d'un sondage auprès des trois grandes agences, que « l'une des agences précise qu'elle dispose [...] rarement d'informations privilégiées au sens d'informations importantes liées à un événement non public susceptible d'avoir une influence sur le cours de bourse ». C'est en effet toute l'ambiguïté de la position des agences : elles veulent l'accès aux informations pour la crédibilité qu'il apporte ; elles n'en veulent surtout pas trop pour la responsabilité qu'elles pourraient se voir imputer. Leur rôle, disent-elles, n'est pas celui d'un auditeur⁷.

La règle égalitaire pourrait aussi être gênante quand l'entreprise souhaite connaître l'incidence sur sa notation d'un projet d'acquisition très confidentiel. Mais on conviendra que l'agence qui note est ici à la limite du conflit d'intérêt puisqu'elle participe à la décision. Des prestataires indépendants, tels les banques d'affaires ou des départements rendus étanches au sein des agences, sont mieux à même de rendre le service.

Dernier argument, cette mesure simple pourrait éviter des régulations plus lourdes et moins commodes à l'usage. On sait par exemple que l'habilitation des agences sur le modèle de la SEC accroît les barrières à l'entrée et renforce le caractère de monopole naturel

de cette industrie. Il est préférable de privilégier une mesure qui, en distribuant plus égalitairement l'information, élargit le champ de la concurrence et réduit les rentes de position.

Reste le domaine, immense, des sociétés non cotées. La fonction de tiers de confiance initié retrouve ici tout son sens. Beaucoup d'entreprises non cotées souhaitent disposer et faire connaître à leurs partenaires commerciaux, leur personnel ou leurs banques, la qualité objective de leur crédit, sans pour autant être astreintes à la transparence et aux obligations déclaratives des sociétés cotées. L'agence de notation retrouve alors pleinement son rôle de pont entre information publique et privée. Il en va de même pour les opérations de titrisation où l'œil technique du spécialiste est indispensable à l'investisseur.

Si cette mesure simple devait être mise en œuvre, il est vrai que la frontière entre notation sollicitée et notation non sollicitée deviendrait plus ténue. Le modèle économique et la très forte rentabilité des agences peuvent en souffrir. C'est peut-être le prix à payer pour un meilleur fonctionnement des marchés financiers.

Notes

1. C'est le cas aussi des journalistes financiers.
2. Voir pour une bonne synthèse l'étude réalisée par un ensemble de banques centrales européennes : Gonzalez, Fernando, et alii, « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 4, juin, - 2004.
3. Pour un indice de cette évolution, y compris dans les positions personnelles de l'auteur, voir Jensen, Michael-C., 2001, « Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », Harvard Business School, disponible à <http://papers.ssrn.com/abstract=220671>. Pour cet auteur, la frontière toutefois s'arrête aux actionnaires et aux obligataires, et la valeur économique de l'entreprise ne peut inclure d'autres droits, tels ceux des partenaires commerciaux ou des salariés.
4. Voir par exemple Dichev, I. D., and J. D. Piotrovski, 2001, « The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Change », Journal of Finance, 56, 1, pp. -173-204. Les auteurs montrent même que l'effet est dissymétrique, une meilleure note n'ayant pas d'impact sur le cours boursier.
5. Les équipes d'ingénieurs-conseil des banques se sont étiolées. Par chance, les banques ont redécouvert récemment l'analyse-crédit pour compte propre, à la fois en raison de la montée des

financements structurés et LBO, et sous la pression du régulateur, avec les modèles internes de mesure de risques dans le cadre de Bâle II.

6. Voir références dans l'article cité en note 2.

7. On trouvera dans Butler, A. W., et K. J. 2003, « Relationship Rating : How Do Bond Rating Agencies Process Information ? », disponible à <http://papers.ssrn.com/abstract=345960>, un intéressant point de vue. Les agences, à l'égal des banques

commerciales, ont accès à des informations « soft », issues par exemple d'entretiens avec les dirigeants, qui leur permettent d'être moins dépendantes des informations « dures », telles les données financières, dans la production de leur opinion. Les auteurs ne montrent pas pour autant que l'accès à cette information donne des notations de meilleure qualité. Par ailleurs, l'information soft peut être véhiculée directement : conférences de presse, communication d'entreprises...

LES NOTATIONS PAYS : VERS L'ÂGE ADULTE ?

Louis Habib-Deloncle

Président de GARANT Versicherung

Pourquoi critiquer les notations pays ? Si ce sujet fut tabou encore dans la dernière décennie, les voix s'accordent aujourd'hui pour reconnaître les inconvénients et les vertus, aussi, de la notation pays. Que s'est-il produit pour que la notation du risque souverain - parangon incontournable du bon comportement des États face au respect de leurs engagements internationaux - soit infléchie, y compris dans les agences de notation, vers une vision plus nuancée et moins macroéconomique de la performance économique d'un État ?

L'explosion due à la libéralisation des échanges internationaux a profondément modifié la nature des risques liés au commerce et à l'investissement à l'étranger auxquels de plus en plus de pays prennent part. Les pays émergents ont ainsi importé pour 150 milliards de dollars en 2003. Les dénationalisations accompagnées du mouvement de décentralisation ont écorné le principe du risque souverain avec la multiplication d'opérateurs privés sur des marchés traditionnellement publics. De fait, la notation pays, conçue à l'origine exclusivement sur la capacité d'un pays à honorer sa dette souveraine, devient un instrument d'évaluation du risque de pertes financières subies par des entreprises privées lorsqu'elles opèrent dans un pays tiers. Est-il encore approprié de parler de risque pays quand un investisseur privé encourt le risque de défaillance d'un autre opérateur privé ou quand une municipalité brésilienne décide unilatéralement de mettre fin au contrat de services d'un opérateur allemand ?

Cette interrogation est non seulement légitime mais nécessaire parce que la pratique des notations pays a produit des effets pervers préjudiciables aux pays eux-mêmes, mais également aux opérateurs internationaux pourtant supposés en être les premiers bénéficiaires. Ces effets pervers sont en réalité de deux ordres différents : ceux qui émanent des limites ou faiblesses des méthodes de notation et ceux résultant de leur (mauvais) usage ou interprétation.

La dérive de l'utilisation des notations permet de comprendre les carences de la méthode et donc, peut-être, d'y remédier. Ainsi, c'est par elle qu'il faut commencer l'analyse.

L'exercice de style des agences de notation ne serait pas préjudiciable aux pays notés si ceux qui utilisent les notations pays ne les érigeaient pas en critères absolus et, surtout, en critères de décision. La notation ne devrait être considérée que comme une indication informative, là où elle est érigée en norme prudentielle.

On touche au cœur du problème que posent les notations pays. Les notes pays sont devenues une

norme référentielle à partir de laquelle les décideurs économiques forgent leurs décisions avec des effets de seuil tout à fait abusifs et surtout nuisibles.

Ce comportement des décideurs repose parfois sur l'ignorance et la défiance, davantage encore que sur l'aversion au risque.

Quel analyste-projet oserait avoir le courage de défendre devant un comité de crédit une opération sur ses propres mérites dans un pays ne bénéficiant pas du

sésame de l'« *investment grade* », sans craindre d'être, au mieux, l'objet de critiques et, au pire, sanctionné ? Est-il un conseil d'administration ou un comité de crédit pour accepter une évaluation de risque non conforme au classement des agences de notation sans risquer de s'exposer aux foudres des actionnaires, des autorités de contrôle, voire même d'une action judiciaire en responsabilité ?

Ainsi en aboutit-on - n'est-ce pas compréhensible ? - à ce paradoxe de voir des spécialistes de haut niveau recrutés à grands frais par des entreprises ou des institutions financières pour leur capacité d'analyse et de critique (au sens philosophique du terme) et bridés dans leur action par des procédures (guidelines) fixées par avance, au-dessus d'eux, par des responsables en général moins informés des réalités parce que souvent trop distants - et, hélas, souvent sans avoir été consultés. Combien a-t-on vu de ces cadres de talent - connaissant bien certains pays ou secteurs - frustrés dans leurs efforts parce que leur direction générale leur interdisait soudainement de continuer à travailler sur ces pays qui n'avaient plus (ou pas encore) la faveur des agences de notation ?

Ajoutons également que, dans un monde qui veut traiter les affaires de plus en plus vite, beaucoup considèrent qu'il est plus simple de s'en remettre à des matrices sommaires plutôt que de faire l'effort d'une évaluation pertinente de chaque risque. Pour ceux-là, les classements des agences de notation sont un outil idéal puisqu'ils ont le double mérite de présenter des standards à vocation universelle et, de ce fait, de transférer sur les agences la responsabilité des erreurs ou fautes de décision commises.

Ainsi, ces agences ont-elles jouées dans la crise asiatique un rôle de fusible ou de bouc émissaire propre à masquer les carences de certaines institutions qui, grisées par l'appât de gains apparemment faciles, n'avaient pas eu la sagesse de limiter leurs engagements dans des proportions raisonnables, alors même que leurs excès ne pouvaient qu'accélérer la survenance de la crise.

Il ne s'agit nullement de stigmatiser tel ou tel acteur financier - la critique de certaines institutions multilatérales ayant déjà été instruite par des signatures (telle celle de Joseph Stiglitz) bien plus autorisées que ne l'est

l'auteur de ces lignes - mais de souligner à quel point la standardisation des approches et des comportements crée des risques d'accumulation susceptibles de précipiter les crises.

Qui plus est, cette réduction simpliste de la décision aux notations privilégie les pays qui ont atteint un stade de développement économique qualifié de stable et, à l'inverse, contrarie le développement des pays mal notés en limitant leur accès aux investissements directs et aux flux commerciaux.

Personne n'a jamais mesuré le coût de ce fossé croissant, tant pour les pays émergents que pour les entreprises et institutions financières du monde développé. Mais, comment ne pas voir, dans la montée des mécontentements face à la mondialisation, dans le succès croissant des thèses altermondialistes - pourtant rétrogrades souvent -, un facteur d'aggravation des risques pour ces mêmes entreprises et institutions ? Peut-être d'ailleurs ces risques devront-ils sans tarder être intégrés dans les matrices des agences de notation.

Frein à la prise de risque dans des pays étiquetés à haut risque, les notations pays créent une responsabilité des agences de notation bien supérieure à celle qu'elles devraient souhaiter et, en tout cas, à celle qui les engage. On l'a vu, à maintes reprises, la dégradation de la note d'un pays, à cause du comportement moutonnier des investisseurs et de la volatilité des marchés financiers en l'absence de règles prudentielles adéquates, peut accentuer la crise économique qui affecte ce pays. On le sait, les pays émergents, plus que les autres pays, sont vulnérables aux mouvements des capitaux privés.

Certes, les nouvelles directives de Bâle II amorcent une évolution positive, chaque prêteur étant incité à mettre en œuvre sa propre grille de notation. Peut-on cependant espérer voir des opérateurs financiers prendre le contre-pied des agences de notation sur des engagements pays et transgresser une norme commodément admise par tous ? Utopie ou pragmatisme ?

Mais les agences de notation sont-elles responsables d'une pratique de marché aussi peu satisfaisante ? La question mérite débat.

Personne ne remettra en cause l'exigence d'évaluation et, partant, l'existence des agences de notation, dans le secteur économique. Les instruments d'évaluation sont

utiles et nécessaires à l'amélioration des performances économiques. Encore faut-il qu'ils soient pertinents et raisonnés. Et c'est là que le bât blesse. Que mesure aujourd'hui le risque pays ? Qui croirait encore que le critère de la capacité d'un pays à honorer sa dette souveraine est à lui seul suffisant et donc pertinent ? La progression des technologies et la mondialisation reculent les frontières du risque bien au-delà des critères utilisés il y a encore vingt ans. Alors que les risques se diversifient et s'interpénètrent, est-il vraiment raisonnable de vouloir les réduire à une notation et un classement unique donc forcément sommaire ? Pour aller au bout de l'analyse, peut-on encore considérer un pays comme un risque ou doit-on enfin admettre qu'un pays, comme une personne physique ou morale, n'est pas un risque en soi, mais est porteur, parfois générateur, de risques divers dont l'impact diffère fortement en fonction de ceux qui y sont exposés ? Si oui, alors il n'y a pas en soi de mauvais pays ou de bons pays... Il y a de bons et de mauvais projets ou opérations financières, commerciales ou d'investissement. Dès lors, ce n'est naturellement plus le pays que l'on peut noter mais le risque ou, plutôt, les risques.

Bien sûr, le contexte socioéconomique d'un pays peut avoir des incidences sur le bon déroulement d'une opération indépendamment de cette dernière. La rareté des devises, une dévaluation brutale, la fragilité du système bancaire d'un pays donné sont autant de réalités macroéconomiques qui peuvent conduire à des situations de sinistre. Le risque politique est devenu hétérogène, il n'est plus seulement l'émanation du risque souverain d'interrompre les paiements, l'exécution du contrat en cours ou encore la nationalisation des investissements.

Au sein des agences de notation, les notes pays reposent prioritairement sur des diagnostics de politiques budgétaires, monétaires nationales, et sur la situation macroéconomique tant nationale que régionale et internationale des pays concernés. Seulement, si les indicateurs macroéconomiques permettent d'apprécier l'évolution probable de ce que l'on appelle par une regrettable simplification le risque pays, ils ne peuvent pas prétendre à embrasser la réalité exacte socioéconomique d'un pays et donner une situation exacte de sa « santé économique ». De la même façon, le principe

de la comparaison *peer to peer* qui consiste à attribuer une note comparable à deux pays dont la solvabilité est identique pourrait, sur le fond, être assez contestable. Existe-t-il vraiment deux pays qui reflètent à l'identique des caractéristiques d'organisation politique ou économique comparables ?

L'absence d'outils d'évaluation différenciés et d'analyses mixtes, mêlant les indicateurs micro et macroéconomiques fut par le passé une critique pertinente du système de notation des agences. Depuis, les notateurs ont remédié à ces lacunes en affinant leurs analyses d'informations microéconomiques telles que, dernièrement, les notations sectorielles, et en intégrant des critères qualitatifs liés à l'interprétation qu'ont les analystes d'une situation financière, politique ou économique donnée. Ce qui les amènent à pondérer fortement certaines variables. Cette évolution est positive. Les agences différencient aujourd'hui les notations entre les engagements à court terme et les engagements à long terme. La notation devrait aussi pouvoir intégrer la disparité des points de vue, et varier en fonction de son utilisateur. Banquiers, investisseurs, assureurs ou exportateurs, pour ne citer qu'eux, sont confrontés à des éléments de risque différents.

Par contre, il n'est pas acceptable que, à partir de critères aussi disparates, on puisse en arriver à réduire la notation à une seule note pays avec un seuil ou un couperet que l'on appelle « *investment grade* », c'est-à-dire le seuil de notation à partir duquel un pays peut être considéré comme acceptable par les investisseurs internationaux. À titre d'exemple, la Russie a récemment obtenu une note d'*investment grade* BBB alors que le risque de sa dette est perçu comme très faible et celui de l'investissement comme encore relativement élevé. L'exigence d'équité eût voulu que la Russie bénéficiât de deux notes - une excellente pour la dette publique et une plus restrictive pour l'investissement si telle était l'opinion des notateurs - et non d'une seule.

Le débat n'est pas simplement académique. La notation couperet a un impact économique qui va bien au-delà de la volonté de classer rationnellement les pays.

Les facteurs aggravants émanent à la fois des producteurs et des consommateurs de notation. Du côté

des agences, la notation pays constitue un plafond pour les notations subséquentes des entreprises nationales. Ainsi peut-on aboutir à l'absurdité de voir une entreprise dynamique fortement exportatrice privée d'accès aux marchés financiers parce que son pays d'origine est fortement endetté. Pire encore, elle n'a pas forcément besoin de faire appel à l'investissement international mais seulement de pouvoir être acceptée comme une contrepartie acceptable dans les échanges internationaux, ce qui est illusoire sans *rating* acceptable. À l'heure de la mondialisation, il y a là un paradoxe étrange.

Du côté des utilisateurs, l'esprit de système engendre également des comportements singuliers. À qui va-t-on faire croire qu'un opérateur financier peut s'engager largement, voire sans limites, sur un pays noté A ou plus, alors qu'un pays évalué BBB n'autoriserait aucun engagement ? Une utilisation graduelle, proportionnelle et relative des notes serait en termes prudeniels largement préférable en ce qu'elle favoriserait une meilleure répartition et dispersion des engagements des acteurs financiers. Pourquoi donc ne pas remplacer le concept d'*investment grade* par une échelle de pondération des notes les unes par rapport aux autres ?

Plus encore, puisque le concept de risque pays - réduit à une note - n'est pas pertinent, pourquoi ne pas affiner l'approche des notations en termes de secteurs industriels ou d'opportunité économique ? Nombre de pays n'ont pas seulement des préoccupations en termes d'investissements. Ils peuvent être davantage confrontés au problème de la contrepartie locale pour honorer leurs engagements. Il faut, là encore, souligner la relativité des notations, y compris dans ces critères quantitatifs. Un pays donné est confronté à une incapacité de paiement. À quelle échelle d'engagements rentrerait-on en risque ? Des millions, dizaines de millions ou centaines de millions ? Faudrait-il que la notation fixe un seuil maximal de solvabilité au-delà duquel on se trouve dans une zone à risques élevés ?

L'introduction de critères supplémentaires permet d'échapper aux rebours déformants des généralités. En exemple, les notations pourraient intégrer, à côté des éléments financiers, des critères sociétaux tels que le développement durable. Les assureurs en risque crédit et risque politique, publics ou privés, ont mis en place,

dans leur processus d'évaluation des risques, une méthodologie combinant le micro et le macro, le qualitatif et le quantitatif. À titre d'illustration, dans le commerce international, la nationalité de l'exportateur, la qualité et la durée de la relation d'affaires entre l'importateur et l'exportateur sont des critères aussi déterminants que l'analyse du bilan de la société et la fluctuation du taux de change pour apprécier le niveau du risque. De la même façon, le caractère plus ou moins prioritaire d'un bien d'importation peut influencer sur la nature du risque et susciter des arbitrages différents dans l'exécution ou non d'un contrat.

Tous les photographes le reconnaîtront, le risque est grand, quand le sujet bouge, que la photo soit floue. Or les agences de notation sont les photographes et les pays, les sujets.

La notation devrait s'affirmer en relation avec une situation donnée, et prendre en considération les différentes phases de développement par lesquelles passent les économies. Il ne peut y avoir de notation à prétention universelle. Pourquoi ne pas évoluer vers un concept de notation-projet ?

Pourquoi la notation devrait-elle tendre vers l'absolu alors que, dans tout travail d'évaluation, la part de subjectivité est élevée ? Pourquoi devrait-on fixer que tous les pays doivent évoluer vers un même modèle économique, largement inspiré de la culture économique et financière anglo-saxonne, alors que chaque pays part de critères géographiques, historiques, politiques, culturels et sociaux largement différents ? Les agences de notation ne sont-elles pas appelées, non pas à se référer au seul modèle économique dominant mais, bien davantage, à évaluer si chaque pays en fonction de sa spécificité a choisi le modèle économique qui convient le mieux à son génie propre et si les résultats sont probants ?

Finalement, les questions que l'on devrait valablement se poser sur la notation pays sont les suivantes : quel doit être son statut ? Quel usage faut-il en faire ? À l'époque des crises mexicaine et asiatique, on a beaucoup critiqué le rôle des agences de notation pour n'avoir pu anticiper ces crises de marché. Est-il raisonnable de formuler des attentes aussi disproportionnées quand on reconnaît le subjectivisme qui préside à ce qui est, avant tout, un effort méritoire de connaissances ?

Et pourtant, au cours de ces dernières années, des propositions ont été faites dans ce sens pour transformer les notations des pays en signaux d'alerte précoces. Cela présenterait effectivement l'avantage d'utiliser les formidables ressources en données et en analyses, collectées depuis des années par les agences de notation. Dans ce prolongement d'idées, on pourrait faire évoluer les agences vers un rôle d'arbitrage financier ou de recommandations. Ce faisant, les agences contribueraient à renforcer le contrôle prudentiel des marchés financiers qui ont montré leurs limites dans la gestion des dernières crises financières.

Avec Bâle II, la tendance actuelle favorise la diversification des notateurs, indépendamment des agences de notation, et c'est une bonne chose. Les notateurs, à l'instar des assureurs crédits, développent leurs propres systèmes de notation en intégrant leur expérience vécue sur une base plus microéconomique que les

agences classiques. En diversifiant les appréciations du risque, on permet de multiplier les prises de risques et de ne pas sanctionner des pays qui ne rentreraient pas dans le cadre prédéfini et normé d'acceptabilité du risque.

Il est important de sortir de cette logique de sanction aux marchés qui peut se révéler à terme très risquée pour les notateurs et les investisseurs qui la pratiquent. En effet, confrontés à des difficultés croissantes pour accéder aux sources de financement internationales, de plus en plus d'opérateurs issus des marchés émergents s'organisent entre eux, en dehors des systèmes en vigueur dans les pays développés, et mettent en place de nouveaux flux financiers et commerciaux que l'on appelle Sud-Sud. Et quand on connaît les perspectives de croissance favorables de ces marchés émergents, il serait dommageable que les économies occidentales finissent par s'en exclure d'elles-mêmes.

3.

L'Europe de l'assurance existe-t-elle ?

■ Philippe Trainar

Introduction

■ Daniel Schanté et Lucía Caudet

Le cadre réglementaire des assureurs européens : un chantier chaotique

■ Pierre Florin

L'Europe n'est pas seulement une addition de 25 États Membres

■ Bertrand Labilloy

Marché unique de l'assurance : la politique de la Commission européenne en question

■ Bernard Delas

L'Europe de l'assurance, un marché unique encore en devenir

■ Patrick Peugeot

L'Europe des mutuelles d'assurances

■ Cyrille Chartier-Kastler

L'amorce d'un processus de recomposition de l'assurance

■ Antoine Lissowski et Philippe Trainar

La réforme de la solvabilité des entreprises d'assurance

■ Alexander Gräwert et Fady Khayatt

Les conséquences du déséquilibre de la solvabilité dans l'assurance vie en Europe

INTRODUCTION

Philippe Trainar

Directeur des affaires économiques, financières et internationales, FFSA

L'assurance s'europanise. Elle s'europanise même très vite, beaucoup plus vite que la banque par exemple. On ne trouve pas d'acteurs bancaires qui réalisent une part de leur chiffre d'affaires aussi élevée qu'Axa ou Allianz hors de leur marché domestique en Europe. L'europanisation de l'assurance comporte une double dimension. D'une part, des grands groupes paneuropéens se sont constitués et l'expansion européenne figure dans les priorités internationales de tous les grands assureurs européens. D'autre part, les règles applicables à l'assurance sont devenues progressivement de plus en plus européennes. Le plan d'action pour les services financiers a, de ce point de vue, fortement accéléré cette évolution.

De fait, il n'est guère de dimensions de l'activité d'assurance qui ne soient pas touchées, de près ou de loin, par la transposition de l'une ou l'autre directive. C'est vrai des conditions de souscription des contrats d'assurance, notamment de l'information précontractuelle. C'est vrai également des conditions de distribution de ces contrats. C'est vrai, enfin, du fonctionnement des sociétés d'assurances et de réassurance dont la gestion financière est encadrée par des normes prudentielles et comptables très largement europanisées. Et la réforme dite « Solvabilité II » ne va faire qu'accentuer cette europanisation de la gestion financière des entreprises d'assurances.

Doit-on tirer de ce constat de fait la conclusion que le marché unique de l'assurance est largement opérationnel ? Il ne le semble pas. Les contributions à ce dossier apportent à ce sujet un certain nombre d'éléments qui confirment l'existence d'un paradoxe européen. D'une part, on constate bien une europanisation de l'assurance. D'autre part, de l'avis même des acteurs, le marché européen de l'assurance n'a jamais été aussi fragmenté qu'aujourd'hui et l'europanisation des groupes s'inscrit avant tout dans le cadre d'une stratégie de diversification internationale où les marchés européens sont mis sur

le même plan que les marchés extra-européens, sans qu'apparaisse une identité européenne claire de ces marchés.

De fait, pas plus les « *business model* » que les produits et les principales fonctions opérationnelles, à l'exception notable de la gestion d'actifs, ne sont intégrés au niveau européen. Constat encore plus surprenant, aucun des deux instruments conçus par l'Union européenne pour bâtir le marché unique n'est vraiment utilisé par les assureurs. La libre prestation de service qui autorise à offrir un contrat d'assurance sur un marché national à partir d'un autre marché national ne représente que 1 % du chiffre d'affaires des assureurs européens - et encore ce chiffre est-il tiré par le haut par des situations très particulières comme celle du Luxembourg qui est clairement indépendante du marché unique. Quant à la liberté d'établissement, elle n'a pour ainsi dire pas été utilisée par les assureurs pour leur expansion européenne.

Les raisons de ce paradoxe sont probablement multiples. On cite souvent le rôle essentiel que joueraient les habitudes nationales des consommateurs et la confiance toute particulière qui les lie à certaines marques nationales traditionnelles bien connues. Mais, cette explication est à courte vue car elle ne nous dit pas pourquoi la fragmentation des marchés se serait renforcée au cours des quinze dernières années, ni pourquoi une marque nouvelle comme Axa a pu s'imposer aussi rapidement en France comme en Europe et dans le reste du monde. Il faut donc aller chercher les raisons de ce paradoxe ailleurs. Comme le font ressortir les contributions à ce dossier, le facteur essentiel de fragmentation des marchés d'assurance en Europe tient, en fait, à la fragmentation de la régulation et de la supervision ainsi que de la fiscalité.

Cette fragmentation ne tient pas à l'absence d'effort d'harmonisation - comme on l'a vu, ce n'est pas le

nombre de directives d'assurance qui manque. Elle est imputable, en revanche, aux modalités choisies pour opérer cette harmonisation et qui conduisent à une harmonisation dite « minimale » laissant aux États membres une très large marge de manœuvre pour ajouter des dispositions spécifiques. On peut même se demander si cette harmonisation minimale, dans la mesure où elle bouscule les équilibres locaux, ne constitue pas une incitation pour les États membres à introduire de telles dispositions spécifiques ; ce qu'ils n'auraient probablement pas fait en l'absence de législation européenne nouvelle.

Il y a donc bien eu européanisation de l'assurance, mais cette européanisation n'est finalement - et paradoxalement - guère imputable à la mise en place des instruments juridiques du marché unique de l'assurance. Elle résulte des stratégies menées par les assureurs eux-mêmes. Le secteur de l'assurance est intéressé à donner une dimension multinationale à ses activités afin de diversifier géographiquement ses risques. Et il a donc tout intérêt à la construction d'un marché unique. Il ne peut que tirer avantage du fait que la réglementation prudentielle reconnaisse l'apport d'une expansion européenne à la diversification des risques et qu'elle autorise les sociétés d'assurances à tirer bénéfice des économies d'échelle et de champs que cette expansion est susceptible de procurer. De façon plus générale, l'économie, dans son ensemble, et les assurés, plus particulièrement, ont intérêt à une offre plus diversifiée et plus compétitive.

Dans la mesure où la protection du consommateur devrait rester du ressort des autorités nationales pendant de nombreuses années encore, tout au moins tant que la fiscalité et le cadre juridique des contrats d'assurance resteront de la compétence nationale, il est clair que le marché unique de l'assurance doit se construire à partir de l'offre et non pas seulement à partir de la demande. D'où l'importance d'une harmonisation suffisante de la régulation et du contrôle des assurances en Europe. D'où l'importance aussi de la reconnaissance des acteurs paneuropéens par la régulation et le contrôle. C'est tout l'enjeu de l'exercice « Solvabilité II ».

Les différentes contributions à ce dossier illustrent bien les paradoxes actuels de l'Europe de l'assurance.

Daniel Schanté et Lucia Caudet présentent un tableau de l'environnement européen de l'assurance. Cet environnement se caractérise à la fois par sa complexité et par son évolution chaotique. Complexité, tout d'abord, du fait de la multiplication des interlocuteurs dans le cadre de la procédure Lamfalussy et de la dilution des responsabilités qui en résulte. Evolution chaotique, ensuite, du fait de l'explosion du nombre des textes concernant l'assurance, du caractère le plus souvent inachevé de l'harmonisation qu'ils introduisent et des écarts substantiels dans leur mise en œuvre par les États membres. Aussi, pour l'avenir, l'Europe devrait-elle se recentrer sur la réduction des entraves réelles à l'activité transfrontalière des assureurs.

Pierre Florin considère qu'il faut aborder la problématique de l'assurance à partir de celle plus générale de la construction européenne et de l'achèvement du marché unique. Il s'inquiète de la prédominance d'une tendance à la divergence et souligne l'importance de la reconnaissance des activités paneuropéennes, tout particulièrement dans le secteur financier, notamment dans le secteur de l'assurance, par la création d'un 26^e régime, régime authentiquement européen. La création d'un 26^e régime constitue, en effet, la seule alternative aux forces de divergence qui se manifestent aujourd'hui, que ce soit sous la forme du *statu quo* ou sous la forme de la reconnaissance mutuelle.

Bertrand Labilloy analyse les causes de l'échec relatif du marché unique de l'assurance qu'il voit dans le compromis sur lequel a reposé la construction du marché unique : l'acceptation de l'ouverture des frontières en contrepartie d'une harmonisation minimale qui préserve la souveraineté des États membres en matière de droit du contrat d'assurance. Les conséquences négatives de ce compromis ont été aggravées par l'inadéquation des structures de décision bruxelloises et de la répartition des compétences au sein de la Commission européenne. Pour permettre aux éléments de solution qui existent d'émerger, c'est à ces obstacles qu'il faut s'attaquer en priorité.

Bernard Delas souligne que la convergence des préoccupations des assurés et l'homogénéité croissante de la demande vont de pair avec une offre qui continue à se développer, pour la majorité des assureurs,

en fonction de considérations essentiellement locales. Et, si la taille est bien un avantage compétitif, celui-ci n'est pas lié au marché unique mais à la puissance financière, à la qualité du management et au poids sur le marché de la réassurance. Un élément pourrait toutefois faire évoluer les choses, c'est l'émergence de groupes bancaires authentiquement paneuropéens. Le marché unique de l'assurance, que les directives européennes ont été impuissantes à créer, suivrait l'émergence de ces acteurs.

Patrick Peugeot se concentre sur l'Europe des mutuelles d'assurances qui, bien qu'elles constituent l'acteur le plus important de l'économie sociale, manquent totalement d'instruments européens adaptés à leurs spécificités structurelles, c'est-à-dire l'absence d'actionnaires à rémunérer auxquels se substituent les sociétaires à la fois assurés et assureurs. En matière de droit des sociétés, l'Europe s'est en effet limitée aux sociétés anonymes, laissant en *stand by* le projet de règlement sur le statut de la société mutuelle européenne. Or, sans ce statut, les assureurs de forme mutualiste ne sont pas en mesure de tirer tout parti qu'ils pourraient tirer du marché unique.

Cyrille Chartier-Kastler part du constat que le marché européen de l'assurance n'existe que pour les grands risques industriels et que l'activité domestique reste déterminante, y compris pour les grands groupes paneuropéens, avec même un mouvement de recentrage sur les marchés locaux à la suite de la crise financière du début des années 2000. La construction de l'Europe de l'assurance devrait toutefois reprendre autour des grands groupes paneuropéens existants et par le biais

privilegié d'OPA plutôt que par croissance interne. Cela pourrait être l'occasion de restructurations importantes avec, éventuellement, l'émergence de bancassureurs au plan européen.

Antoine Lissowski et Philippe Trainar examinent plus particulièrement les conditions dans lesquelles la réforme de la solvabilité, lancée par la Commission européenne, pourrait contribuer à la construction du marché unique de l'assurance sur des bases saines et compétitives. Ils concluent que la réforme doit viser un équilibre raisonnable entre sécurité et usage économe du capital, mieux discriminer en fonction du risque global de chaque société d'assurance, mieux reconnaître l'apport des groupes paneuropéens, actualiser les instruments prudentiels de mesure et de traitement des risques et orienter l'activité du contrôle des assurances vers le contrôle externe du contrôle interne des entreprises d'assurances.

Paul Gräwert et Fady Khayatt se livrent à une analyse de ce que pourraient être les conséquences de la réforme de la solvabilité dans l'assurance vie en Europe. Partant du constat des fragilités révélées par la crise du début des années 2000, ils estiment que celles-ci sont largement imputables aux politiques d'investissement poursuivies précédemment qui, en l'absence d'exigence adéquate en capital, ont conduit les assureurs à privilégier les investissements risqués à haut rendement. La réforme de la solvabilité devrait inciter les assureurs à plus de sélectivité dans leurs arbitrages, en intégrant notamment les risques d'actifs dans les exigences prudentielles et en harmonisant mieux ces exigences au niveau européen.

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES ASSUREURS EUROPÉENS : UN CHANTIER CHAOTIQUE

Daniel Schanté

Directeur général, CEA¹

Lucía Caudet

Responsable de la communication et des relations publiques, CEA

D'un point de vue général, la création du marché unique en 1993 constitue l'une des plus grandes réussites de l'Union européenne. Le marché unique permet une libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux en Europe, à l'instar de la libre circulation à l'intérieur d'un même État membre. Cette libre circulation a, en outre, été facilitée par l'entrée en vigueur de l'euro, symbole prometteur d'une Europe unifiée.

Selon les informations de la Commission européenne, le marché unique a créé 2,5 millions d'emplois depuis 1993 et généré plus de 800 milliards d'euros de richesse supplémentaire. À titre d'exemple, l'ouverture des marchés nationaux de l'Union européenne aurait réduit de 50 % le prix des appels téléphoniques nationaux depuis 1998 et plus de 15 millions d'Européens auraient choisi de résider dans un autre pays de l'Union européenne pour y travailler ou profiter de leur retraite.

Ce marché unique concerne également les services financiers tels que l'assurance. L'élaboration de dispositions visant à promouvoir la libéralisation du secteur et la prestation de services d'assurance à travers l'Union européenne a nécessité de nombreuses années de travail. Néanmoins, le véritable marché unique de l'assurance est encore à venir.

La réglementation européenne exerce aujourd'hui une influence significative sur les assureurs et les consommateurs. Il est donc indispensable, au niveau européen, de s'intéresser et de contribuer en amont à l'élaboration de cette réglementation. C'est la principale mission du Comité européen des assurances (CEA), la fédération européenne de l'assurance et la réassurance.

Le CEA regroupe trente-deux associations nationales membres et représente les quelques 5 000 sociétés d'assurances européennes, soit un total de 855 milliards d'euros de cotisations émises. Il défend les positions du secteur auprès des autorités européennes et internationales de réglementation et de contrôle afin de lui garantir un cadre réglementaire adéquat. Or, ce cadre réglementaire est en train de changer de manière radicale. L'élargissement de l'Union européenne, le renouvellement du Parlement européen et de la Commission, l'adoption de la Constitution européenne, ainsi que la mise en place de la nouvelle procédure de réglementation pour les services financiers - dite de « comitologie » - vont avoir des effets considérables sur l'environnement dans

lequel opère le CEA. Il ne faut pas pour autant ignorer le contexte international qui a un impact grandissant sur les conditions dans lesquelles les assureurs européens exercent leur activité.

Il est donc très difficile d'y voir clair dans un environnement où se mêlent décideurs, procédures et initiatives, tout en apportant une contribution ciblée et représentative de la position de l'ensemble des marchés européens de l'assurance.

En 1999, l'Union européenne a lancé le Plan d'action des services financiers, visant à faire adopter quarante-deux mesures législatives pour la période 2000-2005. Dresser le bilan positif et négatif de ce plan d'action est une chance unique d'exercer une influence sur le processus d'élaboration des textes législatifs mais, également, sur les dossiers y afférents.

L'influence de certains acteurs européens et internationaux sur la réglementation de l'assurance

On constate que les nouvelles réglementations subissent l'influence d'instances décisionnaires bien plus nombreuses qu'auparavant. Cette constatation peut être faite au niveau européen, mais également au niveau international.

■ Les institutions européennes ayant un impact significatif sur le monde de l'assurance

Les trois principales institutions² sont les suivantes :

- la Commission européenne ;
- le Parlement européen ;
- le Conseil de l'Union européenne.

Ces institutions forment ce que l'on appelle communément « le triangle institutionnel ».

◆ La Commission européenne

La Commission européenne agit dans l'intérêt de l'Union européenne dans son ensemble et donc dans l'indépendance politique. Elle a le droit d'initiative concernant

l'élaboration des propositions de nouveaux actes législatifs européens. Pour ce faire, elle est assistée de services spécialisés. Les sujets traités par la direction générale « Marché intérieur » sont d'un intérêt tout particulier pour les assureurs. Cependant, de nombreuses initiatives significatives, telles que la directive sur l'égalité de traitement homme/femme ou la directive sur la responsabilité civile environnement, émanent d'autres directions générales. Les assureurs sont ainsi concernés par les travaux des directions générales Concurrence, Fiscalité et union douanière, Santé et protection des consommateurs, Emploi, affaires sociales et égalité des chances, Environnement, Agriculture et développement rural, Transports et énergie, Entreprise et industrie, Commerce.

Cela signifie que le secteur de l'assurance ne subit pas seulement l'influence d'experts en assurance. Nos positions doivent donc être communiquées à une multitude d'acteurs venant d'horizons différents. Cela peut d'ailleurs poser un certain nombre de difficultés.

◆ Le Parlement européen

Le Parlement européen, co-législateur, représente les citoyens de l'Union européenne. La généralisation de la procédure de codécision (partage du pouvoir législatif entre le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne) fait apparaître la nécessité, pour les fédérations professionnelles telles que le CEA, d'être présentes à toutes les étapes de la procédure et d'intervenir auprès de tous les acteurs concernés. Cela multiplie également les chances de voir les arguments du CEA pris en considération.

À l'instar de la Commission européenne, le travail est réparti entre un certain nombre de « départements » qui accomplissent le travail préparatoire en vue des sessions plénières. Plusieurs commissions sont d'une importance significative pour le secteur de l'assurance : « Libertés civiles, justice et affaires intérieures », « Affaires économiques et monétaires », « Emploi et affaires sociales », « Environnement, santé publique et sécurité alimentaire », « Commerce international », « Industrie, recherche et énergie » et « Affaires juridiques ».

◆ Le Conseil de l'Union européenne

Le Conseil est formé par les représentants ministériels des États membres. Les formations du Conseil sont au nombre de neuf et diffèrent selon les domaines d'activités (politique étrangère, agriculture, industrie, transport, environnement, finance, etc.). Les travaux du Conseil « Affaires économiques et financières » sont d'une importance toute particulière pour les assureurs.

Si la plupart des décisions sont adoptées à la majorité qualifiée, certains sujets nécessitent l'approbation unanime du Conseil. Ce fut notamment le cas pour la directive sur l'égalité de traitement homme/femme reposant sur l'article 13 du Traité de l'Union européenne.

◆ Les nouveaux comités de régulateurs et de superviseurs

La réglementation européenne applicable à l'industrie de l'assurance ne subit pas seulement l'influence du « triangle institutionnel ». D'autres comités et organismes européens exercent une influence significative en la matière, et, notamment, les nouveaux comités de régulateurs et de superviseurs. Connaître les procédures, les règles, ainsi que les équilibres politiques régissant la réglementation européenne n'est pas chose facile - mais c'est le travail quotidien du CEA. Toutefois, l'environnement de travail du CEA est en train de changer de façon radicale, obligeant l'industrie à s'adapter de manière rapide et efficace.

Les fulgurantes évolutions du marché financier nécessitent un nouveau cadre réglementaire, plus flexible et plus efficace, indispensable à l'élaboration et à la mise en œuvre de la législation européenne. C'était le but recherché par le Comité des Sages sur la réglementation

des marchés européens de valeurs mobilières, présidé par le Baron Alexandre Lamfalussy, lors de l'élaboration de la procédure dite de « comitologie ». Fin 2002, l'Union européenne a décidé d'appliquer cette procédure à tous les services financiers. Le secteur de l'assurance n'échappe pas à cette règle. Cette décision a été motivée par la volonté de suivre les évolutions du secteur financier avec plus d'acuité.

La procédure de comitologie comprend quatre étapes et s'articule de la façon suivante : les institutions de l'Union européenne arrêtent les grands principes relatifs à la réglementation des services financiers tandis que les détails techniques sont réglés par des comités sectoriels et spécialisés. *Les quatre niveaux de la procédure de « comitologie »* sont :

- *niveau 1* : les institutions de l'Union européenne élaborent un projet de directive ou de règlement ;
- *niveau 2* : les régulateurs édictent des mesures techniques destinées à la mise en œuvre du projet. Ils se réunissent au sein du Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (CEAPP ou EIOPC, European Insurance and Occupational Pensions Committee), après consultation du Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP ou CEIOPS, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) au niveau 3, divisé en groupes de travail ;
- *niveau 3* : le CECAPP interprète le projet, élabore des recommandations et des lignes directrices afin de permettre sa mise en œuvre dans les meilleures conditions. Il consulte également l'industrie concernée par le projet ;
- *niveau 4* : la Commission européenne veille à la bonne transposition du texte législatif par les États membres.

Les assureurs européens se sont montrés favorables à cette décision. Ils ont cependant attiré l'attention des institutions européennes sur le fait que la rapidité de la procédure ne doit pas nuire à la qualité de la législation élaborée ou compromettre la sécurité juridique. Le CEA a souligné, à plusieurs reprises, la nécessité d'une consultation et d'une participation permanente de l'industrie de l'assurance, et ce à chaque étape de la procédure. Une transparence absolue est de rigueur. Si la transparence, la cohérence et la consultation constituent les éléments

essentiels de la procédure de comitologie, ces principes doivent également être appliqués aux autres organes de régulation.

◆ Autres organismes européens exerçant une influence sur l'industrie de l'assurance

Outre ces comités de régulation et de surveillance, on peut également citer le Comité des conglomerats financiers (FCC, Financial Conglomerates Committee), le Comité des services financiers (FSC, Financial Services Committee), le Comité réglementaire comptable (CRC), le Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG, European Financial Reporting Advisory Group) et le Comité économique et financier (EFC, Economic and Financial Committee). Il est donc nécessaire que le CEA suive les travaux de ces instances et y apporte sa contribution.

■ Les acteurs hors Union européenne

Les assureurs européens ont à traiter de différentes questions d'ordre international, comme, par exemple, les négociations de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour améliorer l'accès au marché financier au niveau mondial et pour libéraliser le secteur, les conditions posées par les États-Unis et par d'autres pays à l'égard des réassureurs étrangers, les normes prudentielles édictées par l'Association internationale des contrôleurs d'assurances (IAIS, International Association of Insurance Supervisors), ou les recommandations de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Et tout porte à croire que ces organisations internationales vont jouer un rôle croissant dans l'élaboration de la réglementation applicable au monde de l'assurance.

Le projet Solvabilité II est un parfait exemple. Ce projet européen vise à instaurer des modèles de contrôle prudentiel plus adaptés au risque réel. Bien qu'il s'agisse en réalité d'une initiative européenne, il subit l'influence de différents acteurs internationaux. Parmi ces acteurs, on peut citer l'IAIS, qui fixe les principes généraux, les normes et les lignes directrices applicables à l'industrie de l'assurance, auquel la Commission européenne fait

souvent référence. Le Comité des normes comptables internationales (IASB, International Accounting Standards Board) joue également un rôle important car le projet Solvabilité II se doit d'être compatible avec les normes comptables élaborées par l'IASB et applicables aux contrats d'assurance. Cet exemple montre clairement que le CEA est amené à agir simultanément à plusieurs niveaux afin que les nouvelles réglementations tiennent compte de la position des assureurs européens.

La réglementation européenne de l'assurance : un chantier chaotique

Triangle institutionnel, codécision, comitologie, décideurs internationaux, l'environnement qui vient d'être décrit ressemble à un véritable labyrinthe. Dans la pratique, cela s'apparente presque à un chantier chaotique. Au sein de la Commission européenne, il est possible de constater que le cadre réglementaire applicable à l'industrie de l'assurance subit l'influence de plusieurs directions générales.

Cela signifie que les textes législatifs relatifs au secteur de l'assurance sont souvent adoptés par des services qui n'ont pas de compétences particulières en la matière. On constate également un manque de coordination et de *leadership*, à l'image de ce qui se produit parfois au niveau national dans les ministères. Certains projets manquent ainsi de cohérence en termes de contenu et de *timing*. À titre d'exemples, on peut citer le projet Solvency II et les normes comptables internationales.

En outre, on constate bien souvent que les États membres transposent la législation européenne de manière incorrecte ou en dehors des délais impartis. Le pourcentage de textes législatifs non transposés dans les délais était de 3,6 % en janvier 2005 (7,1 % en mai 2004). L'Union européenne souhaiterait atteindre 1,5 %. Cet objectif a été rappelé à plusieurs reprises au cours de différentes sessions du Conseil européen. Par ailleurs, les options laissées aux États Membres, concernant la transposition des directives

et le manque d'indications quant à l'interprétation des dispositions, conduisent à des distorsions dans l'application d'un même texte d'un pays à l'autre.

Ces incohérences constituent une réelle entrave au marché unique.

Les attentes des assureurs

Aujourd'hui, pour les raisons exposées, les assureurs européens prônent l'amélioration de la réglementation européenne existante et future. Nous avons subi un véritable « raz-de-marée réglementaire » au cours de la dernière décennie. Les assureurs européens ont dû accomplir un travail considérable en termes de savoir-faire, de ressources et de temps, dépassant le cadre de leurs activités. La phase législative du Plan d'action des services financiers est arrivée à terme et le CEA a pu participer à l'exercice d'évaluation de la Commission européenne afin de déterminer les tâches effectuées et celles restant à accomplir.

Dans ce contexte, nous avons délivré quelques messages-clés. Une pause réglementaire est nécessaire pour « digérer » les textes existants et assurer leur bonne application. Par ailleurs, toute initiative future devra être justifiée par une analyse des coûts et des bénéfices en jeu. Le secteur d'activité réglementé devra également être impliqué dans ces différentes initiatives, afin que les besoins des entreprises soient pris en compte.

La Commission européenne actuelle semble avoir entendu notre appel. L'un des objectifs de son programme législatif 2004-2009 est d'améliorer la réglementation européenne. Le CEA suivra de près les développements dans ce domaine. Mais les assureurs ne se contentent pas d'exercer une influence sur la manière dont est élaborée la réglementation. Ils sont également concernés par les lacunes qui restent à combler dans la législation européenne. L'ouverture des frontières crée une forte concurrence. Elle accroît la diversité des produits disponibles et la compétitivité des prix. La législation européenne se veut donc plus protectrice vis-à-vis du consommateur.

Réduire les formalités administratives nécessaires à l'activité de prestation de services d'une société d'assurances européenne ou à son établissement dans un autre État membre est un effort tout à fait louable. Il existe d'ailleurs un certain nombre d'entreprises d'assurances qui opèrent dans divers pays européens. Cependant, les sociétés d'assurances s'établissent bien souvent par le biais de filiales et non par la libre prestation de services « à distance ». Si telle est la tendance pour les grands risques, cela est d'autant plus vrai pour l'assurance de détail. D'aucuns affirment ainsi que l'intégration des marchés du détail devrait constituer l'une des priorités de l'Union européenne.

En réalité, le faible nombre d'opérations transfrontalières liées à l'assurance des particuliers s'explique par des facteurs sur lesquels la législation n'exerce que peu d'influence. Outre les raisons juridiques (divergences dans la fiscalité et le droit du contrat), il faut également compter avec les réalités du secteur (différences d'un pays à l'autre en matière de sinistres, nécessité d'un service après-vente de proximité, ainsi que les facteurs culturels et linguistiques). L'achat transfrontalier de produits d'assurance n'est donc pas nécessairement intéressant pour le consommateur.

Ainsi, le CEA est d'avis que les efforts de l'Union européenne ne doivent pas être orientés vers l'intégration du marché de l'assurance de détail, mais vers d'autres domaines dans lesquels les améliorations sont nécessaires et réalisables. Il s'agit notamment des domaines qui entravent l'activité transfrontalière des assureurs, les investissements au niveau européen, la mobilité des assurés, la solidité et donc la compétitivité du secteur européen de l'assurance.

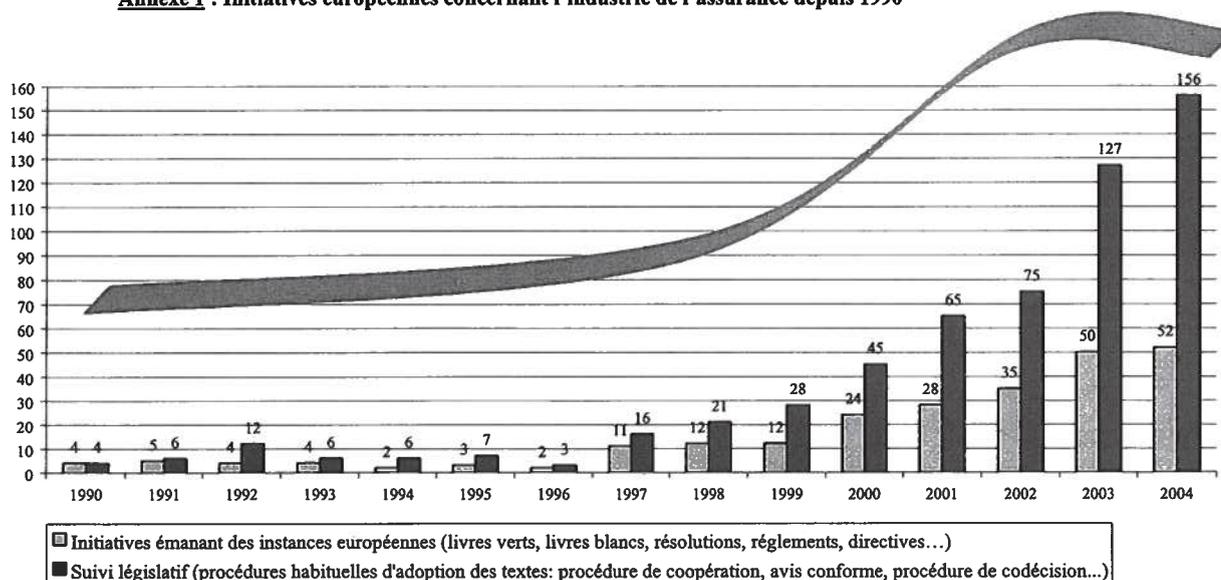
Plusieurs sujets sont concernés par cette problématique et, notamment, l'harmonisation des normes comptables et la comparabilité des bilans financiers, la coopération entre les autorités de contrôle nationales (surtout en cas de groupes paneuropéens) et les systèmes de solvabilité uniformes, plus adaptés au risque réel. Par ailleurs, compte tenu de la mobilité croissante des Européens et de la crise des systèmes de sécurité sociale, il s'avère nécessaire de réduire les obstacles fiscaux et sociaux à la portabilité des retraites professionnelles et des produits d'assurance vie et dépendance.

Recommandations aux assureurs : s'organiser, anticiper, proposer et activer le *lobby*

Ce nouveau paysage, dont le tableau vient d'être brossé, nous oblige à redoubler d'efforts. Il est plus que jamais essentiel de délivrer le bon message, au bon moment

et à la bonne personne. Il est en outre indispensable, en tant que fédération professionnelle européenne, d'être impliquée dans toutes les étapes relatives à l'intégration des marchés de l'assurance. La stratégie de *lobbying* de l'industrie de l'assurance nécessite une coordination plus efficace que jamais. Le CEA est l'outil permettant aux assureurs européens de faire entendre leur voix auprès des instances décisionnaires et influencer le cadre réglementaire qui leur sera applicable dans le futur.

Annexe 1 : Initiatives européennes concernant l'industrie de l'assurance depuis 1990

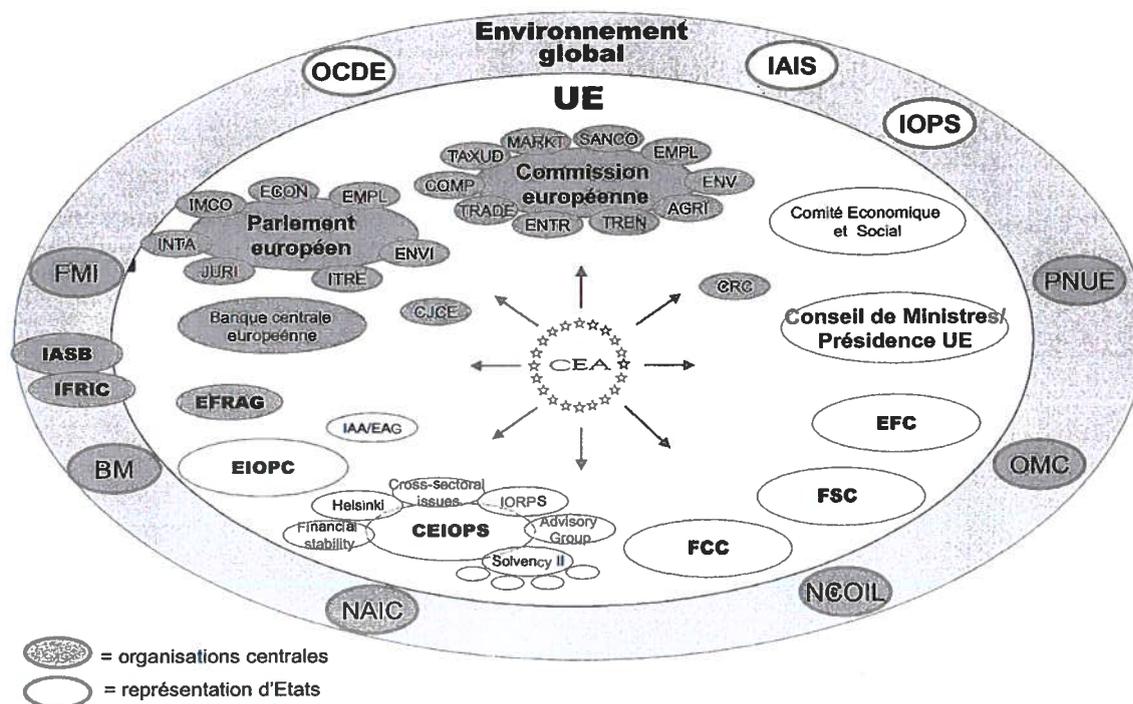


Nombre d'initiatives par Direction Générale (DG) relatives à l'assurance depuis 1990 :

DG Marché intérieur et services : 35
DG Santé et protection des consommateurs : 10
DG Emploi, affaires sociales et égalité des chances : 4
DG Transports et énergie : 4
DG Justice, liberté et sécurité : 4
DG Fiscalité et union douanière : 2
DG Concurrence : 2
DG Environnement : 2
DG Politique régionale : 1
DG Entreprises et industrie : 1
DG Agriculture et développement rural : 1

Source : Chronique CEA sur les initiatives européennes depuis 1990

Annexe 2 : Institutions Européennes et internationales impliquées dans la réglementation de l'assurance



Glossaire

Environnement global :

IAIS : Association internationale de contrôleurs d'assurances (International Association of Insurance Supervisors)
IOPS : Organisation internationale de contrôleurs de fonds de pension (International Organisation of Pension Supervisors)
PNUE : Programme des Nations unies pour l'environnement
OMC : Organisation mondiale du commerce
NGOIL : Conférence nationale des législateurs en assurance (États-Unis, National Conference of Insurance Legislators)
NAIC : Association nationale des commissaires d'assurances (États-Unis, National Association of Insurance Commissioners)
BM : Banque mondiale
IFRIC : Comité d'interprétation des normes d'information financière internationales (International Financial Reporting Interpretations Committee)
IASB : Comité des normes comptables internationales (International Accounting Standards)
FMI : Fonds monétaire international
OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques

Union européenne - Commission (DG) :

MARKT : Marché intérieur et services
SANCO : Santé et protection des consommateurs
EMPL : Emploi, affaires sociales et égalité des chances
ENV : Environnement
AGRI : Agriculture et développement rural
TREN : Transports et énergie
ENTR : Entreprises et industrie
TRADE : Commerce
COMP : Concurrence
TAXUD : Fiscalité et union douanière

Union européenne - Parlement (Commissions) :

ECON : Affaires économiques et monétaires
EMPL : Emploi et affaires sociales
ENVI : Environnement, santé publique et sécurité alimentaire
ITRE : Industrie, recherche et énergie
JURI : Affaires juridiques
INTA : Commerce international
IMCO : Marché intérieur et protection des consommateurs

Autres :

CJCE : Cour de Justice
EFRAG : Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (European Financial Reporting Advisory Group)
IAA/EAG : Association internationale des actuaires (International Actuary Association)/ Groupe européen des actuaires (European Actuarial Group)
EIOPC : Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (European Insurance and Occupational Pensions Committee)
CEIOPS : Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors)
IORPS : Institutions de retraite professionnelle (Institutions for occupational retirement provision)
FCC : Comité des conglomérats financiers (Financial Conglomerates Committee)
FSC : Comité des services financiers (Financial Services Committee)
EFC : Comité économique et financier (Economic and Financial Committee)
CRC : Comité réglementaire comptable

Annexe 3

Description détaillée des différents acteurs

◆ La Commission européenne

En tant qu'organe exécutif, la Commission est l'une des institutions-clés de l'Union européenne. Il s'agit d'une institution politiquement indépendante qui défend les intérêts de l'Union européenne dans son ensemble. La Commission est seule responsable de l'élaboration des propositions de nouveaux actes législatifs européens. Elle est chargée de l'application des décisions prises par le Conseil de l'Union européenne mais, également, de la mise en œuvre des règlements et des directives adoptés par le Conseil et le Parlement. Elle gère le budget et applique les politiques communes de l'Union européenne. Elle est responsable devant le Parlement et se doit de démissionner si le Parlement vote une motion de censure à l'encontre d'une initiative de la Commission. Ce fut le cas pour la première fois en 1999 sous le mandat de Jacques Santer.

Les membres de la Commission sont nommés pour une durée de cinq ans sur proposition des États membres, soumise à l'approbation du Parlement. Durant leur mandat, aucune instruction ne peut leur être donnée par le gouvernement d'un État membre. Depuis le 1^{er} novembre 2004, la nouvelle Commission européenne compte vingt-cinq membres - un par pays - sans distinction quant au nombre d'habitants ou à la superficie.

La Commission est assistée par plus de trente « directions générales » (DG) et services, principalement situés à Bruxelles et au Luxembourg. À la différence des secrétariats présents dans les organisations internationales traditionnelles, la Commission possède ses propres ressources financières et peut ainsi agir en toute indépendance.

◆ Le Parlement européen

Le Parlement européen représente les citoyens de l'Union européenne et partage le pouvoir législatif avec le Conseil de l'Union européenne. Il existe, en dehors de la « consultation » simple, trois différentes procédures :

- la procédure de « coopération » : le Parlement rend son avis sur les projets de directives et de règlements

présentés par la Commission européenne, qui peut amender ces propositions afin de tenir compte de l'opinion émise par le Parlement ;

- l'« avis conforme » : l'avis conforme du Parlement est requis pour les accords internationaux conclus par la Commission, les demandes d'adhésion d'États tiers, ainsi que pour toute modification des règles régissant le mode d'élection des parlementaires ;

- la procédure de « codécision » : le Parlement est l'égal du Conseil. Cette procédure s'applique aux propositions législatives portant, entre autres, sur la libre circulation des travailleurs, l'éducation, la recherche, l'environnement, les réseaux transeuropéens, la santé, la culture, la protection des consommateurs et le marché intérieur. Le Parlement ne peut rejeter une proposition législative dans ces différents domaines que lorsqu'un vote à la majorité absolue des membres du Parlement européen (MEPs, Members of European Parliament) vient contrecarrer la position commune du Conseil. Cependant, la question peut être renvoyée devant un comité de conciliation. La procédure de codécision est, à l'heure actuelle, la procédure la plus utilisée en matière de réglementation applicable à l'industrie de l'assurance.

Le Parlement et le Conseil sont également coresponsables de l'adoption du budget de l'Union européenne. Les membres du Parlement européen sont élus directement, au suffrage universel, pour une durée de cinq ans. Jusqu'en 2004, date des dernières élections, le Parlement comptait 626 membres ; depuis l'élargissement, il en compte 732. Cette situation devrait perdurer jusqu'en 2007. Ce chiffre atteindra 786 d'ici à 2009, date des prochaines élections des membres du Parlement européen. La répartition du nombre de sièges est proportionnelle à la population de chaque État membre.

Le Secrétariat général est situé au Luxembourg. Le Parlement européen siège habituellement en sessions plénières à Strasbourg et en sessions facultatives additionnelles à Bruxelles. À l'instar de la Commission européenne, le travail est réparti entre un certain nombre de « départements ». Le Parlement européen

compte dix-sept commissions qui accomplissent le travail préparatoire en vue des sessions plénières.

Les débats parlementaires sont dominés par les groupes politiques auxquels appartiennent les membres du Parlement. Depuis les dernières élections, en 2004, les principaux groupes politiques sont représentés par les Chrétiens démocrates et les Démocrates européens (groupe EPP-ED), suivis des Socialistes (groupe PES), des Libéraux (groupe ALDE) et des Verts (groupe Verts/EFA).

◆ Le Conseil de l'Union européenne

Le Conseil de l'Union européenne ou Conseil des ministres est la principale institution décisionnaire de l'Union européenne. Il est formé par les représentants ministériels des États membres et sa composition diffère selon l'ordre du jour adopté. Les formations du Conseil sont au nombre de neuf et couvrent tous les domaines d'activité (politique étrangère, agriculture, industrie, transport, environnement, finance, etc.). Le travail du Conseil est préparé et coordonné par le Conseil « Affaires générales et relations extérieures ».

Le travail préparatoire nécessaire à la tenue des réunions du Conseil est effectué par le Comité des représentants permanents (COREPER), composé des ambassadeurs des États membres auprès de l'Union européenne. Ces derniers sont assistés par des fonctionnaires rattachés aux ministères nationaux. Le travail administratif du Conseil est assuré par le Secrétariat général, situé à Bruxelles.

Certains sujets nécessitent, de par leur importance, l'approbation unanime du Conseil. C'est notamment le cas pour l'amendement des traités, le lancement d'une nouvelle politique commune ou l'adhésion d'un nouveau pays. Une telle approbation du Conseil est rare et pourrait s'avérer plus difficile à l'heure où l'Europe compte vingt-cinq membres. La majorité qualifiée est requise dans la plupart des cas ; une décision ne peut donc être adoptée que si elle recueille un certain nombre de voix. Depuis le 1^{er} novembre 2004, le nombre de voix s'élève à 321 (chaque État membre dispose d'un nombre de voix reflétant son poids démographique). Un minimum de 232 voix (72,3 %) est requis pour

atteindre la majorité qualifiée. De plus, une majorité d'États membres (dans la plupart des cas les deux tiers) doit approuver la décision et tout État membre peut demander à ce que la majorité représente au moins 62 % de la population de l'Union européenne.

Chaque État membre préside tour à tour le Conseil pour une période de six mois. Les prochaines présidences seront assurées par le Luxembourg (janvier-juin 2005), le Royaume-Uni (juillet-décembre 2005), l'Autriche (janvier-juin 2006) et la Finlande (juillet-décembre 2006). La présidence dépend également des réunions du Conseil européen - qui ne doit pas être confondu avec le Conseil de l'Union européenne. Le Conseil européen est composé des présidents et premiers ministres de tous les États membres, ainsi que des présidents de la Commission européenne et du Parlement européen. Il se réunit, en principe, quatre fois par an ; il est présidé par le président ou le premier ministre du pays assumant la présidence du Conseil de l'Union européenne. Certains sujets, comme la politique étrangère, peuvent donner lieu à un important contentieux.

◆ Le Comité des conglomérats financiers (FCC)

Le Comité des conglomérats financiers est composé de représentants des ministères des finances de chaque État membre. On compte également, parmi les membres de ce Comité, des contrôleurs, mais dans la limite d'un représentant par État membre. Le secrétariat et la présidence sont assurés par la direction générale « Marché intérieur » de la Commission européenne.

L'essentiel du travail de ce Comité s'articule autour de la directive sur les conglomérats financiers et les conditions posées par ce texte. Elles sont principalement d'ordre prudentiel et portent sur le taux de participation financière de différentes entités dans les conglomérats (cela fait partie de la structure Lamfalussy, niveau II).

◆ Le Comité des services financiers (FSC)

Le Comité des services financiers est un comité consultatif exerçant une grande influence sur le Conseil de l'Union européenne. Il est composé de représentants hautement qualifiés, émanant des États membres et de la Commission européenne. La Banque

centrale européenne et les comités des régulateurs ont le statut d'observateurs.

Jouissant d'une influence grandissante sur les initiatives réglementaires liées aux services financiers, le Comité des services financiers apporte une réflexion transversale dépassant le simple cadre législatif de ces initiatives (issues stratégiques liées aux services financiers, suivi et transposition de la législation, activité de conseil et de veille politique, etc.).

◆ Le Comité réglementaire comptable (CRC)

Le Comité réglementaire comptable est composé de représentants des États membres (principalement issus des ministères et des banques centrales) et présidé par la Commission. La Banque centrale européenne, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), le Comité consultatif bancaire et le Comité des assurances ont le statut d'observateurs.

Le Comité réglementaire comptable a pour mission de conseiller la Commission européenne sur la nécessité d'adopter ou non des normes comptables. Il se prononce après avoir obtenu l'avis officiel du groupe consultatif pour l'information financière en Europe.

◆ Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG)

L'EFRAG a été créé par toutes les parties prenantes impliquées dans l'information financière en Europe. Il s'agit d'une initiative du secteur privé. Le CEA est l'un des membres fondateurs de l'EFRAG qui contribue activement aux travaux du Comité des normes comptables internationales. L'EFRAG procède à une évaluation technique des normes édictées par le Comité, confirme ou rejette une interprétation en vue de l'application des dites normes.

Deux entités composent l'EFRAG : un groupe d'experts chargé du travail technique et un conseil de surveillance composé de plusieurs organisations européennes chargé de représenter les intérêts financiers de l'Europe et accroître la légitimité du groupe. L'EFRAG agit en toute indépendance à l'égard des organisations européennes représentées.

◆ Le Comité économique et financier (EFC)

Le Comité économique et financier est un organe consultatif chargé de préparer le travail du Conseil, en tenant compte de certains éléments, tels que la situation économique et financière, le taux de change de l'euro, les relations avec les pays tiers et les organisations internationales. Il détermine le cadre dans lequel intervient le dialogue entre le Conseil et la Banque centrale européenne (BCE).

On distingue deux formations au sein de ce comité : une formation restreinte, composée de la Commission, de la BCE, ainsi que des représentants des administrations nationales et une formation plénière composée de tous les membres, y compris les représentants des banques centrales nationales.

◆ L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)

L'OCDE regroupe trente pays membres, tous attachés à la démocratie et à l'économie de marché. Renommée pour ses publications et ses statistiques, ses travaux couvrent tout le champ économique et social, de la macroéconomie aux échanges, en passant par l'éducation, le développement, la science et l'innovation. Son Comité des assurances se réunit deux fois par an. Il est composé d'autorités de contrôle, de représentants des ministères des pays membres, ainsi que de représentants du secteur privé.

Des représentants issus d'autres organisations internationales, telles que l'Organisation mondiale du commerce, la Commission des communautés européennes, le CEA et l'Association internationale de contrôleurs d'assurances (IAIS), participent de manière très active au travail de ce comité. Le CEA est également un membre actif du groupe de travail Terrorisme de l'OCDE.

Le Comité des assurances a pour mission de développer la coopération internationale dans le secteur de l'assurance : l'objectif est d'améliorer le fonctionnement des marchés et d'encourager les pays à adopter des politiques visant à promouvoir les échanges internationaux en la matière.

◆ L'Association internationale des contrôleurs d'assurance (IAIS)

L'IAIS représente plus d'une centaine d'autorités de contrôle des opérations d'assurance à travers le monde. Plus de soixante-dix observateurs représentent les associations de l'industrie de l'assurance, les associations professionnelles, les entreprises d'assurances et de réassurance, les consultants et les institutions financières internationales. En tant qu'observateur, le CEA peut donner son avis sur les différents travaux.

L'IAIS fixe les principes généraux, les normes et les lignes directrices applicables à l'industrie de l'assurance. Elle édicte des normes pratiques pour faciliter le contrôle des entreprises d'assurances et organise des séminaires destinés aux contrôleurs. L'IAIS travaille en étroite collaboration avec d'autres organismes édictant des normes financières ainsi qu'avec des organisations internationales dont le but est de promouvoir la stabilité financière. Elle apporte une contribution active au développement de certains sujets, tels que la réassurance, les règles de solvabilité, la transparence, l'obligation d'information, la gouvernance d'entreprise et le blanchiment d'argent.

◆ L'Organisation mondiale du commerce (OMC)

L'Organisation mondiale du commerce compte parmi les plus jeunes organisations internationales. Elle a succédé à l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT), créé au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Le GATT et l'OMC ont contribué à créer un système commercial solide et prospère, favorisant une croissance sans précédent. Ce système a été développé dans le cadre de plusieurs séries de négociations commerciales, organisées sous la houlette du GATT. Les premières négociations portaient essentiellement sur l'abaissement des droits de douane ; puis les négociations se sont élargies à d'autres domaines tels que les mesures anti-*dumping* et les mesures non tarifaires.

La 4^e conférence ministérielle de Doha, en 2001, a prévu l'ouverture de nouvelles négociations, également appelées Cycle du développement de Doha. Les négociations devraient porter sur d'autres activités concernant

les droits de douane applicables aux produits autres qu'agricoles, le commerce et l'environnement, les règles de l'OMC applicables aux mesures anti-*dumping* et aux subventions, l'investissement, la politique de la concurrence, la transparence des marchés publics, la propriété intellectuelle, et diverses questions soulevées par les pays en développement. Les parties prenantes ont jusqu'au mois de mai 2005 pour remettre leurs propositions quant aux sujets abordés. L'OMC compte environ cent cinquante membres qui représentent plus de 97 % du commerce mondial. Une trentaine d'autres pays négocient actuellement leur accession à l'Organisation.

◆ L'Organisation *lobby* de l'industrie des services européens (ESF)

L'ESF, European Services Forum, est composée de représentants européens du secteur des services. Elle a pour objectif de promouvoir les intérêts des sociétés de service et la libéralisation des services à travers le monde, en liaison avec les négociations relatives à l'Accord général sur le commerce et les services (GATS, en 2000).

L'ESF compte plus de quarante sociétés européennes représentées par leurs dirigeants (CEOs, Chief Executive Officers) qui composent le groupe européen de grandes entreprises des services (European Service Leaders Group). Elle compte, par ailleurs, une quarantaine de fédérations regroupant plus de vingt activités de service. L'ESF représente la grande majorité des sociétés européennes de service qui sont concernées par la fourniture de services au niveau mondial.

◆ Le Comité des normes comptables internationales (IASB)

Le Comité des normes comptables internationales siège à Londres. Il s'agit d'un organisme privé et indépendant. Ses membres sont issus de neuf pays. L'objectif de l'IASB est d'établir des normes comptables de grande qualité, claires et applicables à l'échelle internationale. Il est donc nécessaire de disposer d'une information transparente et comparable concernant les états financiers des différents pays. L'IASB travaille en partenariat avec les normalisateurs nationaux, afin de

mettre au point une méthode unique et universelle de comptabilisation des opérations.

Une fois adoptées par l'Union européenne, les normes comptables établies par l'IASB s'appliqueront aux comptes consolidés de toutes les entreprises d'assurances de l'Union européenne répertoriées au 1^{er} janvier 2005.

La structure de l'IASB vise à accroître sa légitimité en tant qu'organisation créatrice de normes. Parmi ses membres, on compte les administrateurs (Trustees), le Comité d'interprétation des normes d'information financière internationales (IFRIC) et le Conseil consultatif des normes.

◆ La Banque mondiale (BM)

La mission de la Banque mondiale est de combattre la pauvreté et d'améliorer le niveau de vie de la population dans les pays en développement. Les services qu'elle offre sont multiples : prêts, conseils, assistance technique et partage de connaissances. Cette aide bénéficie aux pays à faible et moyen revenu. La Banque mondiale a contribué à l'adoption du Plan d'action européen pour les services financiers (FSAP) en mai 1999, dont le but est d'améliorer l'intégration et la compétitivité des marchés financiers européens.

◆ La Conférence nationale des législateurs en assurance (NCOIL) et l'Association nationale des commissaires d'assurances (NAIC)

La Conférence nationale des législateurs en assurance (NCOIL, États-Unis) est une organisation composée de législateurs fédéraux, chargés d'élaborer la législation en matière d'assurance. Elle assiste les législateurs dans la prise

de décisions lorsque les sujets abordés touchent l'industrie de l'assurance tout en ayant des répercussions sur la population. Elle veille également à ce que l'autorité étatique fédérale n'empiète pas sur le pouvoir réglementaire dont disposent les États fédérés en matière d'assurance.

L'Association nationale des commissaires d'assurances (NAIC, États-Unis) est une organisation composée de régulateurs fédéraux, chargés d'élaborer la réglementation en matière d'assurance. Elle fixe le cadre réglementaire essentiel au développement d'une politique uniforme chaque fois que cela s'avère nécessaire. Elle travaille en collaboration avec les régulateurs pour protéger les intérêts des assurés et rappelle fréquemment la nécessité de coordonner certaines politiques sur la réglementation applicable aux assureurs dont l'activité s'étend sur plusieurs territoires.

La NCOIL et la NAIC sont impliquées dans les discussions relatives à l'assouplissement des exigences collatérales applicables aux réassureurs étrangers (hors États-Unis).

Notes

1. *Comité européen des assurances.*

2. *L'Union européenne est également composée d'autres institutions : la Cour de justice des Communautés européennes, la Cour des comptes européenne, le médiateur européen, le contrôleur européen de la protection des données ; d'institutions financières : la Banque centrale européenne, la Banque européenne d'investissement et son Fonds d'investissement européen ; d'organes consultatifs : le Comité économique et social européen ainsi que le Comité des régions.*

L'EUROPE N'EST PAS SEULEMENT UNE ADDITION DE VINGT-CINQ ÉTATS MEMBRES

Pierre Florin

Directeur général adjoint Axa GIE

À la veille d'un référendum français sur l'adoption d'une nouvelle constitution européenne, le débat est violent, le résultat est loin d'être acquis et les arguments sont parfois passionnels. Pourtant, en dehors de quelques nostalgiques ou de quelques revanchards, en soi, l'existence de l'Europe n'est mise en cause ni, bien sûr, par les partisans de la nouvelle constitution ni même par les opposants.

Quelle est donc cette étrangeté d'une telle violence sur un texte de constitution que pratiquement personne n'a réellement lu ?

Certes, la France et les Français cultivent par nature une logique d'ordre féminin faite de passion enrobée plus ou moins de logique et de raison.

Néanmoins, 80 % de la population est née aujourd'hui au cours de la construction européenne et l'Europe fait partie de sa conscience, ou de son inconscience, politique et économique.

Où est donc l'erreur ?

Même les partisans les plus convaincus de cette nouvelle constitution savent que le projet européen dans sa dimension démocratique, économique et sociale doit se transformer sous peine d'aboutir à un blocage, une crispation de plus en plus importante qui empêcherait tout progrès.

Partant d'un constat, l'analyse rapide de l'état de l'Union actuelle, regardons rapidement ensuite les méthodes d'harmonisation utilisées et ses applications dans les services financiers pour proposer des pistes de solutions afin que l'Europe, née d'un grand espoir à la fin du xx^e siècle, ne devienne pas le grand échec du début du XXI^e siècle.

L'état de l'Union : le déficit de légitimité institutionnelle

Ainsi l'existence d'une communauté européenne en soi n'est pas mise en cause, mais l'accord n'est fait ni sur les frontières ni sur les objectifs ni sur les méthodes ni même sur les institutions. Pourquoi ? Pour la raison simple qu'il n'y a pas de réel projet défini et connu en dehors d'un espace économique, dit le Marché unique, construit par voie de directives destinées à être transposées dans vingt-cinq législations nationales.

On n'enthousiasme pas la jeunesse par des directives qui, au demeurant, ne changent pas grand-chose de manière visible ! La seule réalité visible par tous, et de manière quotidienne par la majorité des peuples européens, a été et reste encore uniquement la création de l'euro, la monnaie unique.

En effet, aujourd'hui, chaque matin les ménagères de onze pays utilisent cette monnaie, symbole concret de l'existence de l'Union. Il est d'ailleurs remarquable de noter la facilité avec laquelle des centaines de millions de personnes ont adopté cette nouvelle monnaie malgré l'attachement parfois ancien à leur monnaie nationale. C'est l'exemple, la preuve même, que l'Europe n'est pas rejetée par la population, mais que la crise - si crise il y a - vient des institutions et de leurs responsables. Le déficit de légitimité de l'Europe est un déficit qui appartient à ses opérateurs et non aux populations.

L'Europe, par construction, est aux mains de responsables politiques ou administratifs auxquels on demande bien trop de vertus pour sacrifier leur propre autorité en faveur de l'Union. C'est d'ailleurs pourquoi, même s'il existe une Commission européenne, chargée plus de convictions que d'initiatives, et un Parlement européen, chargé d'on ne sait plus quoi exactement sinon de faire de la figuration démocratique, l'autorité appartient bien au Conseil et à l'appareil techno-administratif de chaque nation.

Les conséquences visibles de ce déficit de légitimité institutionnelle européen en sont, naturellement, une réticence instinctive et permanente à l'Union européenne des responsables nationaux et un budget communautaire inexistant, le tout, bien sûr, maquillé en défense des intérêts fondamentaux des États.

L'Europe : le 26^e État, le « fait européen », reste à créer !

L'Europe est une nécessité, chacun en convient à l'intérieur et à l'extérieur de ce continent. Pour la paix et le progrès, non seulement des peuples qui la composent

mais aussi pour l'ensemble de la planète, devenue village, chacun le réclame.

Les bases de sa construction reposent sur une volonté d'association d'États membres dans le domaine économique, social, défense, éducation et politique parfois. Son œuvre la plus remarquable reste pour onze pays la monnaie commune, l'euro. Son principe d'action essentiel demeure la voie de directives qui tendent à harmoniser aujourd'hui vingt-cinq législations nationales. Et pourtant, sa construction devient de plus en plus lente et difficile du fait de crispations nationales, ou plus précisément des autorités nationales, face à ces harmonisations dont l'utilité n'est pas toujours démontrée.

Il manque en réalité la reconnaissance légitime du « fait européen » sur les plans institutionnel et économique. Sur le plan institutionnel, le Parlement européen tel qu'il est élu ne peut avoir de légitimité vis-à-vis du Conseil ; il faut qu'il devienne, ou redevienne, une émanation des parlements nationaux. Le législatif doit être de même nature que l'exécutif.

Sur le plan économique il faut reconnaître l'existence et l'activité des opérations paneuropéennes, non pas par des tentatives plus ou moins maladroitement, et en tout cas incomplètes, d'harmonisation mais en créant véritablement un régime de fonctionnement unique et obligatoire pour les activités transfrontalières par application du principe 26^e régime.

L'Europe : la voie prometteuse du 26^e régime

Les esprits ont besoin d'être décrispés et, en même temps, il faut avancer dans la voie d'un espace européen unifié. Les nations européennes ont été créées avant l'Europe, contrairement à la naissance des États-Unis d'Amérique ; il convient de s'en souvenir. La voie de directives pour harmoniser a été choisie à l'origine car il s'agissait de poser les bases fondamentales de la communauté et les législations nationales devaient transposer ces bases communes. C'était l'époque des

directives dites « maximales », sans choix pour les États membres. Aujourd'hui la quasi-totalité des directives sont des directives d'ordre opérationnel qui doivent être transposées, non plus dans onze ou quinze pays, mais dans vingt-cinq législations nationales.

Or, la longue histoire des États membres a naturellement généré de nombreuses différences opérationnelles au sein de ces États. Il y a ainsi plus de trente statuts différents en Europe pour faire de l'assurance ou de la banque. Qui plus est, ces directives n'ont souvent pour objectif que de permettre plus de fluidité dans un marché transfrontalier et ont donc un aspect opérationnel parfois marginal. Aussi, elles laissent naturellement les situations existantes et, en plus, permettent aux États des options que ceux-ci choisissent en fonction des problèmes locaux du moment. Bref, la tendance n'est plus à l'harmonisation, mais à la divergence. Conscients de ces difficultés, la Commission et le Conseil sont

tentés d'utiliser alors la voie plus simple de la reconnaissance mutuelle, mais qui, elle aussi, provoque des réactions comme celle concernant le projet de directive sur les services.

En fait, on tourne toujours autour du même sujet : le refus d'accepter un régime juridique d'ordre européen, un 26^e régime, même limité à certains sujets. Le commerce transfrontalier ne pourra réellement voir le jour que s'il est régi par un régime, accepté par les États membres, mais régi par un ordre européen. Pourquoi 50 ans après le début d'un marché sensé être commun, il n'y a toujours pas de marché intégré de capitaux, toujours pas de bourse européenne, toujours pas de gestion d'actifs au niveau communautaire, toujours pas de produits de placement ou de retraite européens, toujours pas d'émission européenne ? Sans doute parce que la simple addition de vingt-cinq législations nationales ne peut, à elle seule, faire l'Europe.

MARCHÉ UNIQUE DE L'ASSURANCE : LA POLITIQUE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE EN QUESTION

*Bertrand Labilloy*¹

Calyon, Corporate Finance, FIG

Plus de dix ans après l'entrée en vigueur en France des troisièmes directives, l'intégration du marché européen de l'assurance reste un objectif à atteindre. Le marché unique est aujourd'hui encore une réalité essentiellement juridique, les marchés nationaux étant toujours largement cloisonnés, tandis que la production législative communautaire n'a jamais été aussi abondante. Se pose dès lors la question de l'efficacité et de la pertinence de la politique de la Commission européenne. Depuis le début des années quatre-vingts jusqu'à aujourd'hui, celle-ci s'est développée de façon différenciée selon les domaines : par le biais de prescriptions strictes et d'un contrôle étroit pour ce qui concerne la libéralisation et la déréglementation des marchés nationaux, par une harmonisation des règles nationales pour ce qui relève de la surveillance prudentielle des entreprises, et de façon ponctuelle et limitée (sauf pour l'assurance responsabilité civile automobile) pour ce qui a trait aux règles relatives à la protection des consommateurs. Il en résulte un « policy mix » particulier qui permet - telle est en tout cas la thèse de cet article - d'expliquer les lacunes du marché unique et la relative inefficacité de la politique de la Commission.

Intégration du marché européen de l'assurance

La mise en œuvre du système du passeport unique et du contrôle par le pays d'origine, aboutissement ultime des premières, deuxièmes et troisièmes directives adoptées entre 1974 et 1992, avait pour objectifs de permettre aux assureurs communautaires d'exercer dans les autres États membres avec un minimum de contraintes - soit sous le régime d'établissement, soit sous celui de la libre prestation de services (LPS) - et de développer ainsi les échanges transfrontaliers en matière d'assurance. Force est de constater que ces deux objectifs n'ont pas été atteints dans les faits.

Certes, les quelques 4 000 sociétés d'assurances européennes peuvent, munies d'un passeport unique, opérer partout en Europe et, réciproquement, les 450 millions de consommateurs européens peuvent s'adresser à n'importe quel assureur communautaire, même si ce dernier n'est pas établi dans leur pays de résidence. Cependant, si l'on regarde de près les statistiques, on s'aperçoit que peu d'entreprises communautaires opèrent dans un autre État membre *via* une succursale et que l'activité transfrontalière réalisée en LPS ne représente qu'une fraction marginale de leur activité, celle-ci prévalant principalement dans le domaine des grands risques qui bénéficient depuis longtemps d'un degré élevé de liberté contractuelle. En outre, on n'a observé aucune progression sur ces deux fronts depuis 1992 malgré le nombre élevé de notifications effectuées par les entreprises. Pour autant, les grands groupes d'assurances

ont nettement accru leurs activités à travers l'Europe, mais essentiellement par le biais d'acquisitions ou de créations de filiales locales.

Cet échec relatif s'explique, pour partie, par des obstacles structurels aussi divers que la réticence des consommateurs à souscrire un contrat auprès d'un assureur non établi localement (besoin de proximité géographique, obstacle de la langue), la rentabilité incertaine des opérations en LPS (problème de taille critique) ou l'échec de la vente à distance de contrats d'assurance (à l'exception du Royaume-Uni). Elle s'explique également, s'agissant de l'assurance vie, par la rigidité des gouvernements en matière fiscale qui sont encore nombreux à refuser l'octroi des avantages fiscaux liés aux cotisations lorsque ces dernières sont versées à un assureur non établi localement (et ce, malgré les restrictions posées par la Cour de justice des Communautés européennes).

Mais cet échec trouve sa source principale dans les obstacles juridiques que constituent le régime de conflit des lois spécifique à l'assurance et la non-harmonisation du droit relatif au contenu et à l'exécution des contrats d'assurance. Le premier prévoit en effet que, dans la plupart des cas, le contenu et l'exécution des contrats sont soumis aux dispositions du droit du pays de résidence de l'assuré ou, à tout le moins, aux dispositions impératives de ce droit, tandis que la seconde permet aux États membres de prendre ou de maintenir des règles restrictives en matière de droit du contrat au nom de l'intérêt général. Au total, les entreprises d'assurances peuvent donc très difficilement vendre un même contrat à travers tout le marché unique. En effet, il leur faut pour cela adapter les clauses de ce contrat pour tenir compte des prescriptions locales (par exemple, conditions-types minimales pour les contrats IARD ou participation aux bénéfices pour les contrats vie) et s'adapter elles-mêmes aux règles locales encadrant l'exécution des contrats. Cela vaut également pour les cas où les parties ont la liberté de choisir le droit applicable au contrat d'assurance qui les lie car elles doivent alors respecter malgré tout les dispositions impératives du droit du contrat du pays du risque ou de la prestation, et, dans certains pays, ces dernières constituent l'essentiel du droit du contrat d'assurance !

La situation qui vient d'être décrite est la conséquence directe du compromis sur lequel a reposé la création du marché unique et la mise en œuvre du passeport unique et dont les termes peuvent schématiquement se résumer comme suit : acceptation par les États de l'ouverture de leurs frontières aux entreprises étrangères non soumises à leur contrôle, en contrepartie, d'une part, d'une harmonisation minimale des règles prudentielles et, d'autre part, de la préservation de leur pleine souveraineté en matière de droit du contrat d'assurance. Le problème est que ce compromis - qui a pris forme après deux tentatives vaines d'harmoniser partiellement le droit du contrat d'assurance au milieu des années soixante-dix - prévaut toujours aujourd'hui et qu'il continue d'influencer l'orientation générale de la politique de la Commission européenne.

La politique récente de la Commission européenne en matière d'assurance

Ce constat ressort très nettement de l'analyse de cette politique sur les dix dernières années. Ainsi, après une période consacrée à la mise en œuvre des troisièmes directives, la Commission s'est concentrée sur le contrôle des restrictions aux échanges transfrontaliers, maniant à la fois l'incitation (publication en février 2000 d'une communication sur la libre prestation de services et l'intérêt général, qui listait notamment les dispositions légales qu'elle jugeait incompatibles avec la liberté de prestation de services) et la répression (saisine de la Cour de justice des Communautés européennes pour obtenir la condamnation des États qui maintiennent de telles dispositions légales ; adoption en décembre 2002 d'une directive créant un véritable marché unique pour les intermédiaires d'assurances).

Parallèlement, et à partir de la fin des années quatre-vingt-dix, elle a fait adopter de nombreuses directives (ou des propositions de directives qui sont encore en discussion) destinées à améliorer le cadre prudentiel

et comptable d'exercice de l'activité d'assurance : en octobre 1998, directive instaurant une surveillance des groupes d'assurances au niveau consolidé ; en mars 2001, directive harmonisant les règles relatives au privilège des assurés et à la liquidation des entreprises d'assurances ; en mars 2002, directive amendant les règles de solvabilité des premières directives ; en décembre 2002, directive instaurant une surveillance des conglomérats financiers au niveau consolidé ; en mai 2003, proposition de directive visant à instaurer un contrôle prudentiel et un passeport unique pour les réassureurs (et à supprimer toute obligation de nantissement ou de garantie vis-à-vis des cédantes) ; en juin 2003, directive relative à l'utilisation des normes IFRS par les groupes d'assurances cotés ; sans oublier les travaux préparatoires à la directive « Solvabilité II » qui devrait réformer en profondeur les règles prudentielles pour les assureurs.

En comparaison, abstraction faite des quatrième et cinquième directives RC auto (qui ont respectivement été adoptées en mai 2000 et juin 2002), la production législative communautaire récente dans le domaine de la protection des consommateurs d'assurances se limite, elle, à la directive sur la vente à distance de services financiers adoptée en septembre 2002, dont le contenu consiste pour l'essentiel à l'harmonisation minimale des informations précontractuelles à fournir par les assureurs !

Le déséquilibre de la politique communautaire en matière d'assurance est donc patent. Mais, surtout, son bilan est pour le moins mitigé. La communication sur la libre prestation de services et l'intérêt général - qui n'a aucun caractère normatif - n'a conduit aucun État membre à abolir les dispositions de son droit des assurances jugées illégales par la Commission (sauf les Belges et les Finlandais qui ont cédé sur leur système de bonus-malus), ni à modifier la frontière, s'agissant du droit du contrat, entre règles de droit commun et règles impératives. Par ailleurs, la politique d'infractions n'a pas permis non plus de lever les nombreux obstacles légaux aux échanges transfrontaliers du fait essentiellement de la longueur des procédures - entre l'envoi d'une lettre de mise en demeure qui marque le début de la phase précontentieuse et l'arrêt du jugement de la CJCE, il

peut couramment s'écouler plus de cinq ans - et de leur issue incertaine - *cf.* le cas du bonus-malus français qui a finalement été validé par la Cour.

Quant à l'abondante production législative communautaire détaillée précédemment, elle ne devrait pas contribuer significativement au développement des opérations transfrontalières. Tout au plus - mais c'est déjà hautement appréciable ! - devrait-elle participer indirectement à l'amélioration de l'intégration effective du marché européen de l'assurance en limitant la diversité des normes prudentielles et comptables nationales et leur déconnexion de la réalité économique.

En définitive, aucun progrès ne semble donc pouvoir être obtenu sur le front de l'intégration réelle sans une remise en cause profonde du compromis fondateur du marché unique et du « *policy mix* » de la Commission européenne qui en résulte.

D'ailleurs, une telle remise en cause est également nécessaire pour tracer une « nouvelle frontière » et éviter l'écueil d'une politique sans objectif précis qui risquerait alors d'être influencée par les circonstances du moment et de sombrer dans l'instabilité et l'incohérence comme l'illustre l'exemple de la réforme des règles de solvabilité. Mise en chantier à la veille de l'an 2000, dans un contexte de surcapitalisation apparente des entreprises d'assurances liée à la bulle spéculative existant alors sur les marchés actions, cette réforme a pris corps au lendemain de l'attentat contre le World Trade Center et de la chute des marchés boursiers, à un moment où certains ont pu craindre pour la solidité financière de l'industrie de l'assurance. Il en résulte que les services de la Commission ont, nous semble-t-il, évolué d'un projet visant *a priori* à assouplir les ratios de solvabilité, du moins pour certaines catégories d'entreprises (notamment les groupes multinationaux bénéficiant d'une mutualisation élevée de leurs risques), à une réforme qui, lorsqu'elle sera adoptée, devrait se traduire par un renforcement des exigences pour tous ! On notera au passage qu'en l'espace de quelques années seulement, le régime communautaire prudentiel de l'assurance aura été modifié à quatre reprises (en comptant les deux directives qui ont actualisé les règles des premières directives et les directives « Groupes d'assurances » et « Conglomérats financiers ») !

Les perspectives de changement

La cause est donc entendue : le temps est venu de s'attaquer de front au problème que constitue la diversité des droits nationaux du contrat d'assurance pour achever le marché unique de l'assurance et rééquilibrer la régulation de ce marché au niveau communautaire.

Cette résolution butte cependant sur la difficulté extrême de l'objectif poursuivi. En effet, l'harmonisation partielle ou minimale ne suffit pas car elle ne supprime pas la diversité des règles nationales, ni les obstacles à la libre prestation de services. Il faudrait pour cela, comme il a été fait en matière prudentielle, reconnaître l'équivalence des différents droits nationaux du contrat d'assurance et appliquer le droit du contrat du pays d'origine de l'assureur, ce qui est illusoire. Car, si l'application, dans la plupart des cas, du droit du pays de résidence de l'assuré constitue une contrainte au développement des opérations transfrontalières par les assureurs, alors il est à craindre que l'application, dans tous les cas, du droit du pays d'origine de l'assureur ne constitue un obstacle rédhibitoire dissuadant les particuliers de s'assurer en libre prestation de services auprès d'un assureur étranger. Quant à l'harmonisation totale du droit du contrat d'assurance, elle constitue une véritable gageure. D'une part, parce que les approches des différents États en matière de protection des assurés présentent de profondes divergences, tant sur la méthode (règles codifiées impératives *versus*, règles supplétives complétées par la jurisprudence), que sur les principes. D'autre part, parce que l'harmonisation du droit du contrat d'assurance ne peut pas être réalisée sans harmoniser également d'autres domaines du droit avec lesquels ce droit a des liens étroits comme, par exemple, le droit de la responsabilité civile ou le droit de la protection sociale.

Par delà ce qui vient d'être évoqué, la tâche est rendue encore plus difficile par l'inadéquation des structures de décision bruxelloises et, plus précisément, par la répartition des compétences au sein de la Commission. En effet, la direction générale Marché intérieur n'a pas le

monopole de la législation en matière d'assurance et donc des questions ayant, de près ou de loin, un impact sur l'intégration de ce marché au niveau européen. S'y ajoutent la direction générale Affaires juridiques pour ce qui relève de l'application des règles juridiques dans un cadre transfrontalier (en l'espèce, choix du droit du contrat pour les contrats transfrontaliers, choix de la juridiction compétente pour les litiges liés à ces contrats, et mise en application des décisions prises par une cour étrangère à la suite du jugement de ces litiges) et la direction générale Santé et protection du consommateur pour ce qui a trait aux règles consuméristes du droit du contrat (en l'espèce, règles relatives à l'information des souscripteurs et des détenteurs de contrat et règles relatives à l'exécution des contrats d'assurance).

Jusqu'à présent, la direction générale Marché intérieur a su imposer ses vues sur celles des autres directions générales, par exemple pour le choix du droit du contrat (*cf.* régime prévu par les deuxièmes directives) ou l'information précontractuelle des souscripteurs de contrats (*cf.* règles définies par les troisièmes directives). Mais cette organisation n'est pas adaptée pour résoudre l'ensemble des questions relatives à l'exécution des contrats dans un cadre transfrontalier et à la protection du consommateur, questions dont on a vu qu'elles constituent le principal obstacle résiduel à l'achèvement de l'intégration du marché unique. D'ailleurs, dans le passé, elle n'a pas produit des résultats probants, mais a conduit à l'adoption de solutions peu satisfaisantes : le régime du droit applicable au contrat d'assurance diffère ainsi de celui applicable aux services bancaires, tandis que l'harmonisation des règles d'information pré-contractuelle reste pour le moins minimaliste.

En conclusion

Les obstacles précédemment évoqués ne doivent pas décourager toute volonté de réforme.

En premier lieu parce que assurés et assureurs européens auraient tout à gagner à l'achèvement de la construction du marché unique de l'assurance et à la mise en œuvre d'une régulation

adaptée de ce marché garantissant un équilibre satisfaisant entre les intérêts des entreprises, ceux des assurés, et l'intérêt général.

En second lieu, parce que des éléments de solution existent (*cf.* les travaux du groupe d'Innsbrück, composé d'universitaires européens spécialistes du droit de l'assurance) : encadrer davantage le champ des dispositions nationales impératives, adopter un droit des assurances commun à l'ensemble de la Communauté qui viendrait s'ajouter aux vingt-cinq droits (du contrat) nationaux existants et qui pourrait servir de droit supplétif pour toute transaction transfrontalière et, enfin, assouplir en ce sens, notamment, le régime de conflit des lois actuel spécifique à l'assurance.

Mais pour engager de telles réformes, techniquement difficiles et politiquement sensibles, il faudrait une volonté politique forte partagée à la fois par l'industrie de l'assurance, les États membres et, au plus haut niveau, par la Commission européenne elle-même.

Note

1. *Bertrand Labilloy, ancien expert national détaché auprès de la direction générale Marché intérieur pour les questions d'assurance de 1999 à 2001, est l'auteur de La régulation du marché européen de l'assurance, paru en français aux éditions Economica, et publié en anglais par le Comité européen des assurances. Il est actuellement banquier d'affaires chez Calyon.*

L'EUROPE DE L'ASSURANCE, UN MARCHÉ UNIQUE ENCORE EN DEVENIR

Bernard Delas

Directeur de l'assurance à l'international, Crédit agricole SA

Toutes branches confondues, l'Europe de l'assurance compte près de 5 000 sociétés, réalise un chiffre d'affaires de 850 milliards d'euros, gère 5 300 milliards d'euros d'actifs et emploie 1 million de personnes.

C'est une activité majeure pour les économies européennes d'autant plus qu'au cours de ces dix dernières années elle s'est développée à un rythme légèrement supérieur à celui du PIB pour les assurances de dommages et très supérieur à celui du PIB pour les assurances de personnes.

Tout laisse à penser que, sur longue période, le secteur de l'assurance continuera de connaître une croissance rapide. On assistera très certainement et parallèlement à une profonde mutation des conditions dans lesquelles s'exercent les différents métiers de l'assurance de détail en Europe et dans le monde.

Ces mutations, qui sont déjà largement engagées, s'opèreront simultanément sur plusieurs plans : le marché, la distribution, l'offre d'assurance.

Le marché

Plusieurs tendances fortes caractérisent l'évolution de la demande d'assurance dans les principaux marchés européens. Le consommateur est de plus en plus informé, il a besoin de transparence et compare les garanties, les tarifs ainsi que le rendement des contrats. Il attend de l'offre d'assurance qu'elle soit claire et compétitive.

Il a besoin de faire confiance à son assureur, mais ce n'est plus une confiance aveugle. Sa fidélité n'est plus systématiquement acquise. Les contentieux portant sur un défaut de conseil se multiplient. L'assureur doit y être attentif. Cela conditionne désormais la manière dont il communique sur ses produits et le rôle qu'il assigne à ses distributeurs.

Cette exigence de transparence ne concerne pas seulement le contenu des contrats, elle porte aussi, et

de plus en plus, sur la compétitivité des tarifs. Le niveau de commissionnement des intermédiaires ainsi que les chargements destinés à couvrir les frais de fonctionnement de la société sont désormais comparés par les revues de consommateurs et ils font de plus en plus partie des critères utilisés pour apprécier la qualité d'une offre d'assurance. Il en va de même des engagements relatifs aux services associés à l'offre d'assurance, aux délais de réponse ou de règlement, que l'assureur est prêt à prendre vis-à-vis de son client. Les différentes dimensions de l'offre d'assurance (étendue et clarté des garanties, niveau du tarif et qualité du service et des prestations) sont désormais directement perçues par le consommateur final qui s'intéresse plus à ce qu'il achète même s'il a toujours besoin d'une relation de confiance avec l'intermédiaire auquel il s'est adressé.

Le développement de la demande d'assurance s'accompagne ainsi, dans tous les marchés européens, d'une amélioration de la qualité et de la compétitivité de l'offre. La concurrence est partout plus vive et la

tendance à long terme est à une réduction des marges qui profite au consommateur. Cette tendance est tout particulièrement marquée dans les domaines de l'assurance santé et de l'assurance retraite. Il s'agit, en effet, de secteurs d'activité en très forte croissance du fait du désengagement, ou du moindre engagement, des systèmes publics.

Les besoins à couvrir en assurance santé ou retraite sont immenses, mais il est souvent difficile de faire émerger, pour les satisfaire, une offre d'assurance adaptée. Le caractère très sensible socialement et politiquement des débats sur la santé et la retraite complique l'intervention, pourtant indispensable, des assureurs privés. Les impératifs techniques, financiers et juridiques auxquels ils doivent se conformer ne sont pas toujours facilement compatibles avec les exigences de rentabilité auxquelles sont soumises les entreprises privées.

Cette évolution des caractéristiques de la demande d'assurance en Europe explique sans doute le développement rapide de nouveaux modes de distribution. Les canaux par lesquels le consommateur, mieux informé et plus exigeant, peut désormais accéder à une offre d'assurance se diversifient et se multiplient sur des marchés qui sont toujours plus concurrentiels.

La distribution

Traditionnellement, dans tous les marchés européens, les agents généraux et le courtage constituaient pour les assurances de particuliers le mode de distribution dominant et souvent exclusif. Cette domination est progressivement remise en cause depuis une vingtaine d'années. Partout en Europe, mais à un rythme qui diffère d'un pays à l'autre ou d'une branche d'assurance à l'autre, on assiste au développement rapide de nouveaux modes de distribution. Leur caractéristique commune est d'être mieux adaptés à la vente de produits de masse. Ils proposent des contrats simples et standardisés. Leurs tarifs sont en général plus compétitifs car leur mode d'accès à la clientèle est moins

coûteux. Parmi les nouveaux modes de distribution, on peut citer à titre d'exemple : les réseaux de vendeurs salariés, la vente directe (par courrier, par téléphone ou par Internet), la vente en inclusion, la vente dans les grandes surfaces et la distribution bancaire.

Les nouveaux canaux de distribution connaissent selon les marchés des succès divers. Dans certains cas, leurs résultats sont rapides et remarquables. On peut citer en France les MSI en assurance dommages, la bancassurance vie en Europe latine, la vente directe par téléphone en Angleterre. Dans d'autres cas, les nouveaux modes de distribution n'apparaissent que lentement et difficilement : la bancassurance en Angleterre, la vente directe en France. Malgré ces différences, un constat s'impose : pris globalement, les nouveaux modes de distribution progressent rapidement alors que le recul de la distribution traditionnelle est inexorable.

Parmi ces nouveaux modes de distribution, la distribution bancaire mérite une mention particulière, non seulement parce qu'elle est en train de devenir, sur certains marchés, le mode de distribution dominant, mais aussi parce qu'elle est contrôlée par des banquiers et non plus par des assureurs. À la différence des assureurs, les banquiers disposent d'un accès facile à une clientèle captive qui leur est fidèle.

Les succès qu'ils enregistrent en proposant des produits d'assurance à leurs clients les conduisent naturellement à vouloir devenir eux-mêmes des assureurs. Ainsi, la banque, qui n'était à l'origine qu'un nouveau mode de distribution pour les assureurs, est devenue un nouvel acteur du monde de l'assurance : à l'origine de la bancassurance, les assureurs ont eux-mêmes donné naissance à leur plus redoutable concurrent.

Des consommateurs plus exigeants, l'apparition de nouveaux modes de distribution, une concurrence plus vive, des marges qui se réduisent, telles sont les principales caractéristiques de tous les marchés européens de l'assurance. Dans ce contexte, comment l'offre d'assurance s'adapte-t-elle ? Comment les acteurs du monde de l'assurance - qu'ils soient assureurs ou bancassureurs - façonnent-ils à travers la concurrence qu'ils se livrent les marchés de l'assurance en Europe pour les décennies à venir ?

L'offre d'assurance

Les marchés européens de l'assurance de détail sont encore très peu intégrés. Des obstacles multiples d'ordre juridique, réglementaire ou culturel expliquent cette situation. Malgré les efforts déployés pour faire émerger un marché unique de l'assurance de détail, chacun des marchés nationaux doit encore être abordé à partir de sociétés d'assurances de droit local. Lorsqu'un assureur dispose de filiales dans plusieurs pays de l'Union, chacune d'elle a sa propre gamme de produits, son propre système d'information et ses usages particuliers en matière de distribution. Les synergies entre sociétés d'un même groupe intervenant dans différents pays de l'Union sont très peu développées. À l'échelle de l'Europe, les marchés restent désespérément locaux. Et pourtant, l'Europe de l'assurance se construit. Il existe chez les consommateurs européens une communauté de préoccupations. En matière de sécurité et de protection financière, leurs besoins convergent. Leurs exigences en matière de transparence et d'information sont identiques. Ils assistent tous à la montée en puissance de nouveaux modes de distribution. La demande à l'échelle européenne est de plus en plus cohérente et homogène mais, paradoxalement, et bien que la concurrence soit très vive, l'offre reste locale.

L'Europe de l'assurance est constituée d'une mosaïque de marchés nationaux indépendants les uns des autres. Sur chacun d'entre eux, les opérateurs, qu'il s'agisse de mutuelles, d'entités publiques, de sociétés privées appartenant à des intérêts locaux ou de filiales de groupes internationaux, développent leurs activités en fonction de considérations essentiellement locales. Les débats qui conditionnent leurs initiatives sont toujours des débats locaux. C'est le cas des questions de retraite et de santé, de sécurité sociale et de fiscalité, mais aussi des questions d'actualité concernant la sécurité et la prévention routière, la responsabilité médicale, les accidents du travail, les catastrophes naturelles.

Les opérateurs sont, par conséquent, amenés à mettre en valeur leurs atouts distinctifs en se référant exclusivement au contexte concurrentiel local.

C'est ainsi qu'ils définissent, même lorsqu'ils appartiennent à des groupes internationaux, leur gamme de produits et services, leurs innovations en matière de garanties ou encore leur système de tarification en fonction des seuls impératifs de la concurrence locale et non, comme c'est le cas dans d'autres secteurs de l'économie, pour mettre en œuvre les politiques des groupes dont ils sont membres. Tout se passe comme si, pour mieux réussir sur les marchés sur lesquels ils sont présents, les acteurs internationaux préféreraient mettre en avant ce qui les rapproche de leurs concurrents locaux plutôt que ce qui les différencie. Pour les grands assureurs européens, mettre l'accent sur leur aptitude à se comporter comme des acteurs locaux est, en l'état actuel des choses, plus créateur de valeur que leur taille et leur dimension européenne. Ce paradoxe n'empêche pas les grands assureurs internationaux de continuer à se développer et à se renforcer sur les principaux marchés européens. Cela signifie que la taille est bien pour eux un avantage compétitif, mais que celui-ci n'est pas lié à l'existence d'un marché unique. Il est lié à leur puissance financière, à la qualité de leur management et au poids qu'ils représentent sur le marché de la réassurance internationale qui, lui, fonctionne d'ores et déjà comme un marché mondial unique. Le rôle de la réassurance, comme moyen d'internationaliser la capacité des assureurs à prendre des risques, explique d'ailleurs probablement l'existence, dans l'assurance, beaucoup plus que dans la banque de détail, de très grands acteurs européens. En effet, même si les marchés restent locaux, les mécanismes de la réassurance tout comme le poids de la gestion financière dans les sociétés d'assurances, ont permis à quelques grands acteurs européens, tels Allianz, Axa, Generali, Aviva, ING, de bénéficier indirectement d'un effet de taille internationale.

Ce phénomène n'existe pas, ou pas encore, dans la banque de détail puisque les grands acteurs de ce domaine se sont encore peu ouverts à l'international. Ils considèrent en effet que les marchés étant, dans la banque de détail comme dans l'assurance, des marchés locaux, de grandes opérations transfrontalières ne leur permettraient pas de dégager des synergies suffisantes pour justifier le prix payé pour des opérations de croissance externe. Cette différence de comportement

entre banquiers et assureurs est à souligner. Elle s'explique peut-être par une approche de leur métier qui est beaucoup plus systématique et industrielle chez les banquiers de détail que chez les assureurs. Les banquiers sont, dès lors, beaucoup plus sensibles aux obstacles que représentent les spécificités de chacun des marchés locaux pour le déploiement de leur modèle de développement. Même si cette différence de comportement entre banquiers et assureurs est incontestable, il est raisonnable de prévoir qu'elle va s'estomper et que l'on assistera dans les prochaines années à l'émergence en Europe de groupes bancaires puissants, investis dans les activités de détail dans plusieurs grands marchés européens. Si elle se produit, cette évolution est lourde de conséquence sur l'offre d'assurance en Europe. Nous avons vu que parmi les nouveaux modes de distribution qui s'imposaient progressivement sur chacun des marchés européens, la distribution bancaire jouait un rôle de premier plan. La pratique de la distribution de produits d'assurance a conduit les banquiers à devenir des assureurs. Sur certains marchés, en Europe du Sud notamment, les filiales d'assurances des groupes bancaires ont même acquis en quelques années et par croissance interne des positions dominantes.

Pour ces groupes bancaires de détail, l'assurance est en passe de devenir un deuxième métier, accessoire du premier. Cela signifie qu'un mouvement de consolidation européen dans la banque de détail entraînerait *ipso facto* et simultanément un mouvement de consolidation dans la bancassurance. Il ne s'agit évidemment que d'une hypothèse, mais elle est à considérer avec beaucoup d'attention. Aujourd'hui, les assureurs filiales de banques pèsent d'un poids souvent considérable sur l'offre d'assurance au niveau des marchés locaux. Les grands acteurs de l'assurance traditionnelle sont pour le moment les seuls à disposer en Europe d'un

poids et d'une taille internationale. Il est possible qu'ils doivent compter demain avec des concurrents banquiers, disposant comme eux de la taille internationale et sans doute mieux préparés qu'eux à répondre aux attentes multiples d'un consommateur qui est de plus en plus européen dans ses préoccupations et dans ses comportements, sinon dans la manière dont il les formule.

Conclusion

En conclusion, plusieurs constats s'imposent. Dans l'assurance de détail, les marchés restent locaux. Pourtant, l'Europe se construit quand même car les attentes du consommateur convergent. Partout de nouveaux modes de distribution apparaissent ; ils permettent un accès plus direct à la clientèle et obligent les assureurs à s'adapter. Même si son rythme n'est pas spectaculaire, la consolidation se réalise simultanément sur chacun des marchés locaux et à l'échelle européenne. On assiste à des mouvements de concentration et de spécialisation rendus indispensables par une concurrence de plus en plus vive et par une réduction tendancielle des marges. Les frontières entre la banque et l'assurance s'estompent. Les banquiers sont d'ores et déjà devenus, sur un certain nombre de marchés, des assureurs avec lesquels il faut compter. La consolidation va se poursuivre car de nouvelles et importantes étapes doivent encore être franchies. Le marché unique de l'assurance, que les directives européennes et les tentatives d'harmonisation des législations nationales ont été impuissantes à créer, sera sans doute, lorsqu'il sera arrivé à son terme, un sous-produit de ce mouvement de consolidation.

L'EUROPE DES MUTUELLES D'ASSURANCES

Patrick Peugeot

Président de l' AISAM^{1 2}

Président et directeur général de La Mondiale

Les mutuelles d'assurances occupent une place importante sur le marché des assurances en Europe. Leurs caractéristiques bien connues en France - mais souvent moins ailleurs - apportent une valeur ajoutée particulièrement précieuse dans le monde des affaires post-Enron et post-Parmalat. Des enquêtes menées récemment parmi des SAM (sociétés d'assurances mutuelles) en Europe révèlent un secteur vibrant et prêt à jouer pleinement la carte de la responsabilité sociale. L'auteur regrette malgré tout quand même le manque d'instruments européens par rapport aux autres types de structure juridique.

Depuis bien des siècles, les mutuelles d'assurances existent en Europe et se trouvent aujourd'hui dans une position forte. Les chiffres récoltés récemment par l' AISAM montrent que, sur les quatre-vingts premiers assureurs européens (vie et non-vie ensemble), près d'un tiers sont des sociétés d'assurances mutuelles et des groupes contrôlés par des sociétés mutuelles (que l'on appelle mutualistes) : 25 % sont des sociétés d'assurances mutuelles et 9 % sont des entreprises contrôlées par des sociétés holdings, elles-mêmes contrôlées par des sociétés mutuelles. Si l'on ajoute à ces groupes les sociétés qui sont, à un titre ou à un autre, dans le cercle de l'économie sociale, on arrive à un chiffre de 38, soit près de 50 %³.

Dans ce classement, des sociétés d'assurances mutuelles se retrouvent à tous les niveaux des catégories de cotisations, ainsi que dans tous les pays de l'Union européenne.

Elles sont particulièrement présentes en France (11 des 80 premières dont 6 des 15 premières sociétés mutualistes) et en Allemagne (6 des 80 premières) où un nombre significatif d'assureurs importants sont des sociétés mutuelles - voir le tableau ci-après. Dans un pays comme la Finlande, par exemple, les deux plus grands assureurs sont des sociétés à signature mutualiste.

En termes de parts de marché (vie et non-vie ensemble), les pays les plus mutualistes sont la Finlande (69 %), la Suède (45 %), la France (34 %) et l'Allemagne 27 %⁴, bien que dans certaines branches ou risques, les parts sont encore plus importantes. Nous estimons que, dans l'Europe d'aujourd'hui, les SAM représentent autour de 20 % des cotisations brutes émises.

Souvent, et particulièrement dans les pays qui connaissent moins bien l'assurance mutuelle, la question m'est posée : En quoi une société d'assurances mutuelle est-elle différente d'une société d'assurances de type société anonyme ? J'aimerais bien développer, ici, quelques points de réflexion qui pourraient être utiles dans la réponse à cette question bien essentielle.

Une spécificité juridique unique

Dans la plupart des pays, les mutuelles d'assurances sont la « propriété » ou, selon l'expression (exception) française, « contrôlées » par leurs sociétaires.

Dans tous les cas, leur objet final est d'offrir les meilleurs services et rendement possibles aux sociétaires,

LES ASSUREURS « MUTUALISTES » EN EUROPE, 2003

Position dans le top 75	Pays	Nom du groupe ou de la société	Primes brutes émises EUR Mia	Membre d'une Association d'assurance mutuelle
1	FR	AXA	68.0	
13	FR	Crédit Agricole	16.0	
15	DE	Thalanx (HDI)	14.8	
17	FR	Groupama	12.7	
18	GB	Standard Life	9.5	
24	ES	Sistema Mapfre	7.6	
25	IT	Unipol	7.5	
26	FR	Crédit Mutuel	7.2	
27	DE	R+V	7.2	
30	DE	DEBEKA	5.7	
31	NL	Eureko	5.7	
38	DE	Signal Iduna	4.4	
39	FR	MMA	4.3	
40	IT	Cattolica	4.0	-
42	FR	Azur -GMF	4.0	

Source: Annual reports, websites, AISAM Research

en préservant la meilleure solvabilité, et non de faire du profit pour distribuer des dividendes. Cette particularité de stratégie, tournée vers le sociétaire, se traduit par un grand nombre d'avantages potentiels que les assureurs mutuels ont érigés en forces :

- **Les sociétés d'assurances mutuelles n'ont pas d'actionnaires donc pas de capital à rémunérer, ni de cours de bourse à surveiller ou maîtriser.**

Elles n'ont pas l'impérieuse nécessité d'avoir les yeux rivés sur les cours de la bourse et ne sont pas, en permanence, en train d'évaluer le retour sur investissement normalement dévolu à des actionnaires, inexistant dans leur cas.

N'étant pas de ce fait « opérables », elles peuvent agir dans une logique de gestion en « bon père de famille », c'est-à-dire à long terme dans la sérénité et la construction, en respectant les règles de bonne gestion et de solvabilité qui s'imposent à toutes les entreprises.

Cette caractéristique, combinée dans certains cas à la distribution sans intermédiaires, permet aux mutuelles d'assurances soit de proposer des garanties très compétitives avec un excellent rapport qualité/prix, soit de

redistribuer des profits aux sociétaires sous la forme de ristournes par exemple.

- **Dans une société d'assurances mutuelle, le sociétaire cumule la double qualité d'assuré individuel et d'assureur collectif.**

Cette caractéristique de base permet d'éradiquer des conflits - habituels dans d'autres formes de sociétés - générateurs de pertes d'énergies entre :

- *Les clients et les actionnaires*

Dans une société d'assurances mutuelle, les deux groupes sont confondus. Les prises de décision et les arbitrages dans une mutuelle s'effectuent naturellement sans devoir choisir (véritable dilemme pour les autres formes de sociétés) entre servir ses clients ou servir ses actionnaires. L'option principale à prendre reste celle de la solvabilité apparente contre la rentabilité pour le sociétaire.

- *Les dirigeants et les sociétaires*

Comme précédemment évoqué, les dirigeants des sociétés d'assurances mutuelles sont soumis à une pression différente (non pas celle des cours de la bourse,

des prédateurs, mais celle des sociétaires anxieux de bénéficier du meilleur service et conscients des avantages liés à la solidarité des sociétaires). De plus, le gouvernement d'entreprise, mis en place au sein des structures des mutuelles, fait que les sociétaires contrôlent les dirigeants - en participant directement au sein du conseil d'administration ou en élisant les administrateurs. Ces derniers sont responsables de leurs actes, de par les législations en vigueur dans chaque pays, mais ont aussi une responsabilité « morale » vis-à-vis des sociétaires qui les ont élus.

La prise en compte effective du sociétaire

Dans les sociétés d'assurances mutuelles, le lien avec le sociétaire est beaucoup plus qu'une simple relation basée sur une transaction commerciale. La prise en compte personnelle et individuelle du sociétaire est un atout naturel pour les assureurs mutuels.

Le sociétaire par son droit de vote (en général un homme = une voix) peut réellement s'impliquer dans la vie de la société d'assurances mutuelle et dans la prise de décisions stratégiques.

C'est pourquoi, les mutuelles cultivent et encouragent le droit à l'expression. Alors que d'autres formes de sociétés dépensent des sommes considérables en frais d'enquêtes, d'études et de panels, les assureurs mutuels ont accès à des informations similaires, plus qualitatives, en organisant un dialogue avec leurs sociétaires qui en sont réellement demandeurs. Un exemple peut bien illustrer ce point : dans beaucoup de sociétés anonymes, une assemblée générale dure en moyenne une demi-journée. À La Mondiale, la société mutuelle que je préside, cet événement peut prendre jusqu'à deux jours pendant lesquels nous sommes en dialogue permanent avec nos sociétaires ; je connais même d'autres mutuelles où les assemblées générales durent près de trois jours !

Le sociétaire pourra ainsi :

- avoir un sentiment d'appartenance et d'appropriation : il n'est pas la cible, il est le cœur ;
- être une force de proposition concrète pour la création de nouvelles garanties ou de nouveaux services ;
- alerter systématiquement et de façon anticipative sur d'éventuels dysfonctionnements ;
- se transformer naturellement en ambassadeur de la mutuelle.

Cette attention toute particulière pour le sociétaire est bien résumée dans les slogans marketing de quelques membres de l'AISAM ou d'une grande mutuelle française, cités ci-après :

- LF (Suède) : « Nous travaillons pour une idée, pas pour la valeur des actions. » ;
- LB Group (Danemark) : « Notre but est de trouver une couverture de vos risques, pas de vous refuser ou de vous proposer une couverture moindre. » ;
- Liverpool-Victoria (Royaume-Uni) : « Nous sommes tout à vous ! » ;
- Macif (France) : « L'assureur militant ».

Un modèle d'entreprise tiré de l'histoire plus vivant que jamais aujourd'hui

L'idéal de solidarité, à l'origine de la création des structures d'assurances en général, et plus particulièrement dans l'assurance mutuelle (liens géographiques ou professionnels), reste toujours intact aujourd'hui.

La structure mutualiste, suite aux récents scandales aux États-Unis et en Europe, apparaît comme une alternative juste et porteuse de valeurs dans lesquelles les consommateurs conscients souhaitent, aujourd'hui plus que jamais, se reconnaître. Les SAM ont démontré souvent leur spécificité comportementale dans le monde entrepreneurial classique. Mais il faut également avouer, avec des nuances, qu'elles se sont souvent montrées réti-

centes, pour ne pas dire hostiles, à toute extériorisation à outrance de leurs pratiques.

Deux enquêtes ont été menées par l' AISAM en 2003, parmi ses membres⁵, à l'égard de la responsabilité sociale et du gouvernement d'entreprise : les résultats attestent de la volonté, de la vitalité et de la qualité des initiatives souscrites par les mutuelles d'assurances dans ces domaines spécifiques. Les mutuelles d'assurances font, d'ores et déjà, de la responsabilité sociale et du gouvernement d'entreprise sans le savoir et, souvent, en ne le faisant pas assez savoir.

Une mutualité forte ne doit-elle pas être audacieuse et fière de ses pratiques ?

L'enjeu européen

L'enjeu en Europe est d'obtenir la reconnaissance méritée pour les SAM, le secteur de l'économie sociale le plus important (à côté des « building societies » au Royaume-Uni) : ainsi et à titre d'exemple, depuis plus de dix ans, la proposition de règlement de la société mutuelle européenne n'avance plus. Un statut de mutuelle européenne est cependant primordial pour que les assureurs de forme mutualiste puissent profiter du Marché unique au même titre que leurs concurrents sous forme de sociétés anonymes (et coopératives). À plusieurs reprises, les associations représentant le secteur se sont efforcées⁶ d'approcher les autorités européennes ou les présidences du Conseil européen pour les inciter à remettre ce projet à l'ordre du jour, mais jusqu'ici sans succès.

En plus, lorsqu'on regarde les initiatives réglementaires au niveau européen en matière fiscale, droit des sociétés ou autres, bien souvent le champ d'application est limité aux sociétés de structure « classique » (anonyme), volontairement ou involontairement. On devrait peut-être poser une question plus large : l'Europe est-elle réellement ouverte à toute forme d'entreprise ?

Comme nous l'avons constaté en début de cet article, les mutuelles d'assurances occupent une place importante dans les marchés européens et jouent donc un rôle conséquent dans la vie quotidienne de millions de personnes, l'assurance étant de nos jours un élément essentiel de la sécurité individuelle. Une diminution - voire leur disparition (envisagée par certains) - de leur présence sur le marché, en raison de leur supposée incapacité à financer leur développement en même temps que leur solvabilité à titre égal sur la scène européenne, ne profiterait à personne (sauf peut-être à quelques concurrents). Leur développement, au contraire, est un garant d'innovation et de meilleur service à meilleur coût.

Notes

1. Remerciements à Madame Lieve Lowet, secrétaire générale de l' AISAM.

2. Association internationale des sociétés d'assurances mutuelles, l' AISAM représente le secteur mondial de l'assurance mutuelle. Fondée en 1963-1964 par des mutuelles d'assurances néerlandaises et d'autres pays européens, son siège social se trouve à Amsterdam. L'association est l'organisation clé qui centralise les points de vue de sociétés d'assurances aux dimensions les plus diverses. Ses membres sont des sociétés d'assurances (ou leurs filiales) actives surtout dans l'assurance directe, vie et non-vie, ainsi que des associations nationales d'assureurs mutuels. L' AISAM compte aujourd'hui 156 membres directs, y compris 7 associations nationales, en provenance de 22 pays à travers le monde, dont une majorité est européenne.

3. Voir communiqué de presse de l' AISAM du 1er décembre 2004, www.aisam.org

4. Chiffres de 2002 ; pour la France, il faut encore ajouter les mutuelles 45.

5. « La responsabilité sociale : l'indispensable chantier des mutuelles d'assurances », AISAM, octobre 2004.

6. Voir par exemple la dernière lettre commune à l' AISAM et à l' ACME au commissaire McCreevy du 24 février 2004 demandant « the European Mutual Society regulation has not yet been adopted: this important piece of legislation, enabling various forms of entrepreneurship in all, old and new, Member States to compete on a level-playing field should be given the necessary attention on the agenda of the EU ».

L'AMORCE D'UN PROCESSUS DE RECOMPOSITION DE L'ASSURANCE

Cyrille Chartier-Kastler

Membre du directoire de Solving International

Plusieurs grands groupes d'assurances européens ont fait fi, depuis bon nombre d'années, du caractère encore très national des marchés d'assurance pour étendre leur terrain géographique en dehors de leurs frontières domestiques ; de ce fait, l'Europe de l'assurance a déjà une certaine réalité. Néanmoins, la consolidation européenne de l'assurance reste encore très inférieure à celle d'autres secteurs d'activité. La construction de l'Europe de l'assurance au cours des prochaines années sera davantage le fruit d'OPA transnationales que d'un lent processus de croissance interne.

Si l'Europe de l'Ouest rassemble une vingtaine de pays, quatre d'entre eux (le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, l'Italie) pèsent 62 % de l'activité du secteur de l'assurance, avec cependant, entre eux, des écarts importants de cotisation moyenne par habitant reflétant une moindre maturité des marchés d'assurance dans le sud de l'Europe.

En vie, l'Italie a un niveau de cotisation moyenne par habitant de 1 100 € tandis que la France se situe à 1 550 € et le Royaume-Uni à 2 300 €.

En non-vie, la cotisation moyenne par habitant est de 610 € en Italie, alors qu'elle est à 1 010 € en Allemagne et à 1 350 € au Royaume-Uni.

Au-delà des quatre pays *leaders*, les pays suivants (Pays-Bas et Espagne notamment) pèsent unitairement moins de 5 % de l'assurance en Europe de l'Ouest.

À l'exception des grands risques internationaux et de la réassurance, il n'existe pas de marché européen de l'assurance aujourd'hui. Si les activités dites « de réseaux » (transport, électricité, énergie, eau...) sont fortement normalisées à l'échelon européen (avec l'existence d'agences européennes de régulation), force est de constater que c'est loin d'être encore le cas dans le domaine des services financiers à destination de la clientèle des particuliers (la seule agence européenne

de régulation existant aujourd'hui étant la Banque centrale européenne).

L'un des rares points communs entre les pays européens dans le secteur de l'assurance est le caractère obligatoire de l'assurance de responsabilité civile des conducteurs automobiles. Au-delà, les taxes appliquées sur les contrats varient fortement, tant dans leur forme (taxe sur les assurances, taxe sur la valeur ajoutée, contribution au financement des régimes sociaux...) que dans leur mode de calcul et leur montant.

Une assurance comme la multirisque habitation est obligatoire dans certains pays (exemple de l'Allemagne) et ne l'est pas dans d'autres (exemples de la France et de l'Italie). Les systèmes privés de soins sont fortement développés dans certains pays européens (exemple de l'Espagne où l'on trouve des réseaux de soins de type HMO) et ne le sont pas dans d'autres (exemple de la France). Le consommateur italien a l'habitude d'acheter distinctement son assurance RC automobile de l'assurance des garanties dommages. De la même manière, l'assurance incendie est souscrite distinctement de la RC familiale en Belgique...

Les positions très différentes des réseaux de distribution par pays traduisent des habitudes locales de consommation variées. Si la percée (l'installation durable) de la distribution d'assurance vie par des

guichets bancaires est désormais acquise dans la plupart des pays européens, la position des autres modes de distribution varie fortement d'un pays à un autre en assurance vie : l'Italie est marquée par le poids des réseaux de conseillers financiers (SIM), l'Allemagne par les agents généraux, le Royaume-Uni par les conseillers financiers indépendants (IFA)...

En non-vie de particuliers, les écarts de position des réseaux de distribution sont considérables d'un pays à un autre : le modèle des mutuelles est surtout dominant en France (avec notamment le phénomène des mutuelles sans intermédiaires) ; ce qui n'empêche pas de relever de beaux succès par ailleurs : Mapfre en Espagne, Huk-Coburg en Allemagne, Ethias (ex-SMAP) en Belgique... L'Allemagne et l'Italie sont encore fortement dominées par la distribution par agents généraux. Quant au Royaume-Uni, c'est le pays où le direct connaît aujourd'hui son plus beau succès, avec Direct Line (filiale de la Royal Bank of Scotland), désormais numéro un domestique en assurance automobile.

La maturité des marchés d'assurance en Europe varie considérablement d'un pays à un autre. La France apparaît comme étant l'un des pays les plus matures en Europe (en termes de compétition sur le prix de vente et sur le prix de revient, ainsi qu'en termes de niveau d'exigence des consommateurs) aux côtés de l'Angleterre. La percée des mutuelles sans intermédiaires (MSI) en France dans les années 1960 à 1990 a fortement accru le niveau de compétitivité du marché ; de nombreux opérateurs traditionnels se sont retrouvés dans l'obligation d'évoluer à marche forcée afin de limiter l'érosion de leurs parts de marché et de leurs marges. De même, les acteurs directs ont instauré de nouveaux standards de prix, de coût et de qualité de service sur le marché anglais.

L'Allemagne et l'Italie font (ou vont devoir faire) leur transformation à marche forcée. La forme de « cartellisation » du marché allemand se révèle finalement plutôt pénalisante pour les acteurs locaux qui restent sur des standards (de marketing, de qualité de service, de productivité commerciale et de gestion, de niveau de prestations...) très en deçà par rapport à d'autres pays européens. Comme en Allemagne, les assureurs italiens n'ont pas encore vraiment démarré leur révolution

sur tous les maillons de la chaîne de valeur, c'est-à-dire depuis leur système de distribution jusqu'à leurs systèmes de gestion et de règlement des sinistres.

Une vingtaine de groupes d'assurances domine le secteur à l'échelon européen. Ce sont eux qui devraient donner le *tempo* de la reconfiguration de l'Europe de l'assurance. Pour Solving, il s'agit des acteurs suivants :

- Allianz, Ergo (groupes allemands) ;
- Axa, CNP, Crédit Agricole, Groupama (groupes français) ;
- Generali (groupe italien) ;
- ABN-AMRO, AEGON, Fortis, ING (groupes belgo-néerlandais) ;
- Aviva, Prudential, Royal & Sun Alliance, Royal Bank of Scotland, Standard Life (groupes britanniques) ;
- Crédit Suisse Winterthur, Swiss Life, Zurich (groupes suisses) ;
- If, Skandia (groupes scandinaves).

Chacun de ces groupes est dominant sur son marché domestique, avec une part de marché locale généralement supérieure à 10 % (chiffres 2003) :

- Axa a 11 % de part de marché en France ;
- Aviva a 10 % de part de marché au Royaume-Uni ;
- Allianz a 18 % de part de marché en Allemagne...

L'activité domestique a, d'une manière générale, une contribution proportionnellement plus élevée dans les résultats du groupe que dans l'activité des acteurs concernés (chiffres 2003) :

- la France pèse 24 % des activités d'Axa et 48 % du résultat ;
- le Royaume-Uni pèse 52 % des activités d'Aviva et 61 % du résultat ;
- l'Allemagne pèse 30 % des activités d'Allianz et 90 % du résultat...

Ces dernières années ont été marquées par l'abandon de positions locales peu significatives de la part de grands groupes européens. Les mots d'ordre sont désormais clairement « de figurer parmi les premiers sur les marchés locaux » et « d'être en capacité d'influencer et de peser réellement sur les marchés locaux ». Citons, à titre d'illustration, les cessions réalisées par Crédit Suisse Winterthur et Zurich en France, ainsi que les arrêts purs et simples d'activité en France décidés par Royal & Sun Alliance et Prudential. De même, Axa a

décidé de se retirer de l'Autriche pour deux arguments : une absence de position significative locale (impossibilité d'être « *market maker/market leader* ») et une taille du marché autrichien trop petite (moins de 1/10^{ème} de la France).

Pour Solving, quatre groupes méritent un coup de projecteur en raison de leur poids actuel et de leurs ambitions affichées en Europe de l'Ouest : Allianz, Aviva, Axa et Generali. Ce sont les *leaders* de l'assurance sur le continent (et quatre « champions nationaux » également). Malgré leur taille significative (entre 45 et 90 Mds€ de chiffre d'affaires) et la réalisation de multiples opérations de croissance externe à l'international, ces quatre groupes ont des trous dans leur maillage européen :

- Allianz pèse 1 % du marché anglais et est totalement absent de ce pays en vie ;
- Aviva a un trou dans son maillage européen en Allemagne ;
- Axa pèse environ 2 % de part de marché en Italie où il n'intervient qu'en non-vie ;
- Generali est quasiment absent du Royaume-Uni, premier marché européen.

Ces éléments traduisent l'absence de « géant de l'assurance en Europe » à ce jour. Au-delà des raisons techniques et culturelles indiquées auparavant (notamment l'importance de la dimension locale nationale en risques de particuliers), il faut reconnaître que le secteur des services financiers est l'un de ceux où le rachat d'un *leader* national par un groupe étranger est le plus difficile. Citons, à titre d'illustration, les freins mis par la Banque d'Italie pour empêcher le passage sous pavillon étranger de la Banca Nazionale del Lavoro (BNL) et de Banca Monte dei Paschi di Siena (MdPS). Après avoir perdu des bastions entiers de son industrie, le secteur financier (banque, assurance, gestion d'actifs) est l'un des derniers où l'Italie dispose encore de champions nationaux ; elle s'attache à les défendre.

La Suisse reste un pays relativement fermé aux assureurs étrangers, son marché restant largement dominé par les trois *leaders* nationaux : Crédit Suisse Winterthur, Swiss Life, Zurich. Là aussi, les éléments culturels jouent fortement. Ces groupes suisses pourront décider de céder tout ou partie de leurs activités d'assu-

rance à l'international à des groupes européens. L'échec de la tentative récente de cession de son pôle assurance (Winterthur) par le Crédit Suisse montre que les Suisses (comme les Italiens d'ailleurs) vendront chèrement toute acquisition de parts de marché sur leur territoire national. Aujourd'hui, la Suisse reste une exception, avec l'absence de groupes étrangers parmi les premiers assureurs locaux, alors que c'est le cas dans la quasi-totalité des autres pays occidentaux (*cf.* positions fortes d'Allianz en France avec les AGF, en Italie avec la RAS et en Espagne, position forte d'Axa au Royaume-Uni...).

Deux modèles d'internationalisation des activités existent : la croissance interne et la croissance externe.

Tous secteurs d'activité confondus, un schéma de croissance interne (avec la création de filiales locales qui se développent par leurs propres moyens) est le plus difficile à mettre en œuvre. Dans la pratique, celui-ci ne fonctionne dans le secteur de l'assurance que pour des activités très spécialisées, pour lesquelles un savoir-faire métier distinctif permet d'arriver en rupture sur un marché et d'y créer de la valeur. C'est, par exemple, le modèle que développe AIG Vie (Alico) en Europe auprès de sociétés de financement (qui ont d'ailleurs le plus souvent également une organisation européenne). Skandia se déploie également en Europe selon cette logique, en créant localement des activités dédiées à la distribution d'assurance vie (avec une forte dimension UC) par des conseillers financiers indépendants (IFA).

Le schéma de croissance externe est le plus classique et le plus efficace, tant dans le secteur de l'assurance que dans les autres secteurs d'activité, car il permet d'acquérir directement une part de marché locale significative. C'est le schéma mis en œuvre depuis maintenant une douzaine d'années par les champions européens de l'assurance, les positions d'Allianz, d'Aviva, d'Axa et de Generali en Europe de l'Ouest étant principalement le fait d'acquisitions réalisées soit de gré à gré, soit sous la forme d'OPA (*cf.* OPA croisées entre Allianz, Athéna et Generali sur le marché français en 1997-1998). Si la croissance externe est un moyen de développer rapidement ses positions, la rentabilité du capital investi n'est pas nécessairement au rendez-vous. Axa a réussi à développer une position mondiale grâce

à de multiples OPA (la dernière en date étant celle sur Mony aux États-Unis) ; il est normal que toutes n'aient pas été des succès complets (exemple de l'opération Guardian au Royaume-Uni).

Le schéma de réplication d'un modèle prédéfini dans les différents pays européens permet d'obtenir des résultats, en acceptant toutefois un taux d'échec de 30 à 50 % des cas. Ce modèle est applicable, soit en réplication d'un modèle industriel de gestion (exemples Aviva, CNP, Fortis), soit en réplication d'un modèle de distribution (exemples Direct Assurance, Direct Line et Inéas) :

- trois groupes d'assurances se sont lancés, depuis plusieurs années, dans une démarche d'internationalisation en Europe de l'Ouest s'appuyant sur l'exportation de savoir-faire industriels et/ou de gestion. Celle-ci les conduit à rentrer dans le capital de sociétés d'assurance vie captives de groupes bancaires pour y renforcer les savoir-faire marketing, techniques et de gestion et s'attacher à y créer de la valeur. Les derniers exemples en date concernent l'opération Fortis avec BCP au Portugal et l'opération CNP avec Fineco Vita (Groupe Capitalia) en Italie. Le coût élevé d'entrée dans le capital de ces captives (coefficients de l'ordre de 1,6 à 1,9 fois l'*embedded value*) exige d'être en mesure de créer rapidement de la valeur, alors même que le partenaire extérieur ne maîtrise pas la distribution. Ce schéma peut fonctionner, mais il faut avoir une capacité à renforcer très rapidement la performance de la *joint-venture* ;

- le schéma de réplication d'un modèle de distribution ne fonctionne qu'avec une distribution intégrée (à savoir du direct et/ou de l'Internet). L'expérience de ces dernières années montre des cas de succès (exemples de Direct Assurance et de Direct Line en Espagne), mais aussi des situations plus nuancées (exemple de Direct Assurance en Allemagne), voire des échecs (exemple d'Inéas qui s'est positionnée comme pure *player* sur Internet). L'avantage de ce modèle est de supprimer tout coût d'acquisition de sociétés ; il ne fonctionne qu'à la condition de limiter le capital investi lors du test du modèle dans un nouveau pays et d'arriver à obtenir un taux de succès de l'ordre de 60 à 70 %.

Au global, le schéma de croissance externe par OPA est le plus efficace pour conquérir des parts de marché. Mais le prix d'acquisition du point de part de marché est désormais particulièrement élevé et le caractère encore très national des marchés locaux d'assurance limite le potentiel de création de valeur, lors de la réalisation d'une opération de croissance externe. L'analyse de transactions récentes montre des PER de 20 à 50.

Si les mutualistes sont encore très présents dans le secteur de l'assurance en Europe, force est de constater qu'ils n'ont pas encore démontré leur capacité à s'allier à l'échelon international, à l'exception d'opérations ponctuelles et limitées de type GMF – Ethias. Le retour d'expérience des deux principales structures de coopération/de rapprochement d'assureurs mutualistes à l'échelon européen est nuancé :

- la volonté hégémonique d'Achmea au sein d'Eureko a conduit à un total déséquilibre entre les différentes mutuelles membres. Achmea pesant désormais 76 % du capital d'Eureko, les autres mutuelles membres (dont le Groupe Maaf Assurances) se sont retrouvées marginalisées au sein de cette alliance, tout en ayant accepté au passage l'entrée d'actionnaires minoritaires (*via* des participations croisées) dans plusieurs de leurs filiales (par exemple : Maaf Assurances S.A. et Maaf Vie pour le Groupe Maaf Assurances). Une structure d'échange et de coopération (intitulée « Eurapco ») a finalement été créée par les mutuelles initialement membres d'Eureko pour enclencher des discussions en vue de coopérations sur une base égalitaire (toutes les mutuelles ayant le même poids dans Eurapco).

- l'alliance Euresa (concernant notamment Macif et Maif en France, Huk-Coburg en Allemagne et Unipol en Italie) n'a pas connu les mêmes dérives qu'Euresa ; ce n'est en effet qu'une simple instance d'échange à l'échelon européen entre mutuelles partageant des valeurs communes. Mais là aussi, les résultats sont décevants. Certes, des réunions sont régulièrement organisées à l'échelon international entre les mutuelles membres ; les repas sont sympathiques et bien organisés par les mutuelles. Mais peu de résultats concrets sont sortis de ces travaux reposant uniquement sur la bonne volonté de chacun, sur la possibilité de dégager du temps de ses meilleurs collaborateurs pour transférer

du savoir-faire, ainsi que sur le principe consistant à accepter de donner avant de recevoir.

En conclusion, la construction de l'Europe de l'assurance devrait rapidement reprendre après plusieurs années de gel lié à la crise du secteur et à la chute des capitalisations boursières. Le scénario privilégié est celui d'OPA entre les géants capitalistes du secteur (notamment Allianz, Aviva, Axa et Generali). L'attrait (presque « obsessionnel ») pour l'Espagne et l'Italie

conduit à un renchérissement du prix d'achat local de parts de marché (avec des PER parfois supérieurs à 40). N'oublions pas qu'il existe d'autres pays en Europe de l'Ouest, ainsi que sur d'autres continents où des acquisitions peuvent être moins coûteuses (mais plus lointaines). N'oublions pas non plus que la volonté d'internationalisation de groupes bancaires peut conduire à une restructuration du secteur (avec une accélération de la poussée de la bancassurance).

LA RÉFORME DE LA SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES D'ASSURANCES

Antoine Lissowski

*Président de la Commission économique et financière de la FFSA¹
Membre du directoire et directeur financier de la CNP Assurances*

Philippe Trainar

Directeur des affaires économiques, financières et internationales, FFSA¹

Alors même que les directives « Solvabilité I » viennent d'être transposées en droit national, la Commission européenne relance le chantier de la réforme de la solvabilité des entreprises d'assurances. En effet, la Commission, devant l'ampleur des débats de fond à mener, avait été conduite à réviser à la baisse les ambitions de l'exercice « Solvabilité I » et à le limiter à un nettoyage technique pour répondre aux soucis de certains contrôleurs. La réforme plus profonde de la solvabilité avait été renvoyée à plus tard. C'est ce chantier qui est maintenant rouvert sous le libellé « Solvabilité II ». Le présent article a pour ambition de faire le point sur les raisons de cette réforme ainsi que sur les orientations qui devraient être celles de cet exercice.

Une réforme : pourquoi et comment ?

Pour bien apprécier la portée de l'exercice Solvabilité II, il faut revenir sur les motivations mêmes qui ont conduit la Commission européenne à mettre en chantier cette réforme. Il faut aussi préciser les conditions de son élaboration afin de délimiter clairement le champ de ce qui est envisageable.

■ Les motivations de la réforme

La réforme de la solvabilité des entreprises d'assurances, dite « Solvabilité II », lancée par la Commission européenne constitue le pendant de la réforme de la solvabilité des banques et de « Bâle II », qui est en cours de finalisation. La réforme de

la solvabilité des banques européennes remplace le *ratio* Cooke par de nouveaux *ratios* qui couvrent un champ de risques plus large.

Comme « Bâle II », « Solvabilité II » est bâtie autour de trois piliers : le pilier I qui concerne l'exigence minimale en capitaux propres, le pilier II qui concerne le contrôle des procédures internes par les autorités compétentes, le pilier III qui concerne les disciplines de marché. Comme pour « Bâle II », cette réforme est rendue nécessaire par l'évolution de l'analyse financière, la multiplication des innovations financières, l'importance croissante du risque opérationnel et la prise de conscience des potentialités du marché.

La surveillance de la solvabilité des entreprises d'assurances, comprise au sens large du terme, a été aménagée par les directives européennes autour des trois volets suivants transposés dans le Code des assurances :

- des provisions adéquates, suffisantes et prudentes pour couvrir les engagements souscrits par les entreprises d'assurances ;

- des actifs suffisants, de qualité, liquides, rentables, diversifiés, dispersés et congruents, avec des *ratios* spécifiques de dispersion et, en France tout au moins, des *ratios* de diversification par grandes catégories d'actifs ;
- une exigence minimale de marge de solvabilité calculée en fonction des engagements souscrits (le maximum de 18 % des primes en deçà de 50 millions d'euros et 16 % au-delà ou 26 % du coût des sinistres en deçà de 35 millions et 23 % au-delà en non-vie, 4 % des provisions mathématiques auxquels il faut ajouter 0,3 % des capitaux sous risque en vie).

Aujourd'hui, cette approche de la solvabilité ne paraît plus suffisante pour mesurer l'allocation optimale des capitaux propres nécessaires dans le secteur de l'assurance. Elle présente trois principales limites :

- elle néglige des risques importants et bien identifiés par les marchés, que ce soit par le biais de la notation des actifs ou par le biais de la connaissance suffisamment répandue des particularités de telle ou telle branche d'activité ;
- elle ne prend pas en considération de façon intégrée les différents risques du bilan et néglige de ce fait bon nombre d'interdépendances qui jouent tout aussi bien dans un sens positif que dans un sens négatif ;
- comme le font ressortir les modèles de gestion actif/passif et les modèles internes, elle n'est pas suffisamment discriminante et impose une immobilisation des capitaux sous-optimale et peu économe en raison de sa mauvaise localisation.

L'extension du nombre de sociétés notées, le développement des modèles internes, ainsi que la sophistication croissante des marchés, notamment la multiplication des innovations dans la conception des produits financiers et des garanties d'assurance, rendent possible une approche de la solvabilité *stricto sensu* beaucoup plus exigeante du point de vue tant des entreprises que des contrôleurs. Parallèlement, la complexification de l'organisation des entreprises, notamment l'émergence des grands groupes et conglomérats financiers, ainsi que les exigences accrues des marchés impliquent d'améliorer l'information du marché et de compléter celle des contrôleurs. La Federal Reserve a ainsi pu montrer récemment que les valeurs boursières constituaient un bien meilleur indicateur avancé de la performance des

banques américaines que les évaluations des contrôleurs bancaires et que celles-ci auraient intérêt à en tirer parti (Berger *et al.*, 2000) (Gurther *et al.*, 2001). Il y a donc tout une palette d'ajustements plus ou moins importants à introduire pour moderniser le contrôle de la solvabilité des entreprises d'assurances et le rendre plus efficace, ajustements qui sont rendus possibles ou nécessaires par les évolutions récentes.

■ Un processus d'élaboration ouvert

Faute de l'existence, dans l'assurance, d'un équivalent au Comité de Bâle, la Commission européenne qui pilote le projet cherche à rassembler les contributions des parties prenantes du secteur.

Les professionnels - à travers leurs associations, notamment à travers le Comité européen des assurances (CEA) - vont apporter l'éclairage des opérateurs, c'est-à-dire de ceux qui connaissent les marchés, le fonctionnement des entreprises ainsi que les techniques pour mesurer et maîtriser les risques. Leur contribution est d'autant plus importante qu'ils sont vraisemblablement ceux dont les intérêts convergent le plus immédiatement avec les intérêts des consommateurs envers lesquels ils prennent des engagements, tout au moins tant qu'ils sont en bonne santé financière.

À côté des opérateurs, on trouve aussi les actuaires qui jouent un rôle central dans l'évolution des techniques de maîtrise des risques au sein des sociétés et dont la contribution, à travers l'Association internationale des actuaires, sera fondamentale sur ce point.

L'Association internationale des contrôleurs d'assurances (AICA), par ses principes et orientations, va influencer sur le contenu de la réforme. Dans le cadre de la procédure Lamfalussy qui va être appliquée au projet de directive Solvabilité II, les contrôleurs et les régulateurs européens constituent une pièce centrale dans la conception de la réforme, au travers du Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP ou niveau 3 dans la terminologie de la procédure Lamfalussy) ainsi que du Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (CEAPP ou niveau 2 dans la terminologie Lamfalussy).

Il est clair que c'est à partir du dialogue entre ces « parties prenantes » et la Commission européenne, décideur en dernier ressort avec le Conseil des ministres et le Parlement européen, qu'il sera possible de concevoir une réforme équilibrée.

Ce dialogue est entré dans sa phase active. La Commission a adressé des mandats au CECAPP, qui a lui-même entamé une consultation, notamment auprès des professionnels et du CEA, sur les questions posées dans le cadre des mandats. Les réponses aux mandats seront synthétisées par la Commission européenne qui souhaite rédiger un projet de directives d'ici la fin de l'année. Ce projet sera lui-même soumis au CECAPP. Durant cette phase, les professionnels continueront à être consultés et associés à l'élaboration du projet. Ce n'est qu'après toutes ces étapes que le projet sera soumis au Conseil et au Parlement européen, dans le cadre d'une procédure de codécision où l'adoption suppose accord de la Commission, du Conseil et du Parlement.

Nous sommes donc engagés dans un processus de concertation crucial mais complexe.

Les orientations souhaitables de la réforme

La profession française et plus particulièrement la Fédération française des sociétés d'assurances a une idée claire des prémisses sur lesquelles une réforme efficace de la solvabilité devrait reposer. On peut les synthétiser dans les six objectifs suivants.

■ La réforme doit viser un équilibre raisonnable entre sécurité et usage économe du capital

Sachant que le niveau actuel de sécurité du marché français ne pose pas de problème général, l'équilibre raisonnable qu'il faut viser doit privilégier :

- un calcul plus économique de l'exigence minimale en capital, de façon à ce qu'il y ait suffisamment de

fonds propres chez tous les assureurs, en fonction de leur niveau de risque, tout en évitant de leur imposer une immobilisation excessive et coûteuse de capital ;
- la modernisation des procédures de contrôle, lesquelles doivent accorder une plus grande place au contrôle externe du contrôle interne par rapport au contrôle traditionnel des opérations.

Ces deux orientations reflètent les évolutions récentes qui ont vu l'organisation des entreprises d'assurances se complexifier, sous la pression des regroupements, des responsabilités accrues et des nouvelles normes de marché, et qui ont en même temps vu le coût des capitaux propres augmenter sous la pression d'une demande accrue venant de l'ensemble des secteurs de l'économie.

■ La marge de solvabilité doit jouer un rôle d'absorbeur de choc plutôt que celui de couperet brutal

De façon générale, les capitaux propres ont vocation à absorber les chocs exceptionnels que l'on ne peut intégrer de façon raisonnée dans le calcul des provisions. Et, de fait, les exigences en matière de marge de solvabilité n'ont de sens économique que si elles visent à s'assurer que les sociétés disposent à cet effet d'un matelas de capitaux suffisant, si des provisions s'avèrent insuffisantes. La marge de solvabilité doit donc pouvoir être utilisée par les assureurs pour absorber des chocs très exceptionnels et surmonter des difficultés largement imprévisibles.

Cela implique, en corollaire, que les assureurs bénéficient d'un délai raisonnable, ni trop long ni trop court, pour reconstituer leur marge si des causes exceptionnelles ont entraîné sa consommation.

■ Le contrôle doit être adapté à la situation financière de l'assureur notamment en fonction du niveau de sa marge de solvabilité

Les règles actuelles de contrôle ne tiennent pas officiellement compte du risque global de l'assureur. Certes, des éléments de « réponse graduée » ont été récemment introduits, en application des directives européennes

« Solvabilité I ». Mais, il faut clairement aller plus avant. Sachant que le niveau de la marge de solvabilité est probablement le meilleur indicateur de la capacité de résistance d'un assureur à un choc exceptionnel, le contrôle doit donc en tenir compte. Au-delà d'un certain niveau, celui-ci devra être allégé, dans la mesure où les intérêts des assurés sont très convenablement préservés lorsque la situation financière de l'entreprise est bonne, ce qui laisse peu de place pour une valeur ajoutée importante du contrôle.

Cette proportionnalité peut être introduite de diverses façons, avec une dose plus ou moins importante de pouvoir discrétionnaire et de pouvoir lié du contrôle. Aujourd'hui, la discussion semble se focaliser sur un double seuil. Elle fera peut-être émerger la nécessité d'un nombre de seuils plus élevé.

■ La nouvelle formule standard doit prendre en compte les principaux risques tout en restant aisément applicable

Un large consensus s'est fait au sein de la profession autour de l'idée que la formule de calcul de l'exigence de marge de solvabilité ne devait plus être forfaitaire, comme elle l'est aujourd'hui, mais qu'elle devait être « *risk based* », c'est-à-dire qu'elle devrait systématiquement prendre en compte les principaux risques auxquels les assureurs concernés sont en général confrontés, notamment les risques de souscription, de taux d'intérêt, de marché et les risques d'inadéquation actif/passif. Cela permettrait en effet d'appliquer une formule plus discriminante, proportionnant mieux les exigences en capital à la réalité des risques. La perte en simplicité serait compensée par l'optimisation de la répartition du capital entre les assureurs. Pour autant, il faudrait veiller à ce que cette perte en simplicité préserve bien à la formule son caractère aisément gérable.

Il est important de mettre un grand soin à la conception de la formule standard qui sera probablement utilisée par la majorité des entreprises d'assurances. Il faut, pour cela, ne pas hésiter à mobiliser la somme de travaux techniques accumulés au cours des dernières

années, en s'inspirant notamment des instruments de modélisation développés récemment pour isoler les quelques paramètres qui jouent un rôle déterminant dans l'appréciation du risque global de l'entreprise et dans le calcul du niveau optimal de calcul économique.

■ La réforme doit reconnaître la légitimité de l'utilisation des modèles internes pour le calcul des besoins prudentiels en capital

Les modèles internes, y compris lorsqu'ils comportent un certain degré de modularité, permettent aux assureurs d'acquérir une vision plus intégrée et cohérente de leurs risques. Même si, comme tous les modèles quantifiés, ils comportent de nombreuses incertitudes (risques de modèle), il n'en demeure pas moins qu'ils confèrent à leurs utilisateurs une connaissance et une maîtrise des risques sensiblement plus grande que celle procurée par tout autre instrument, notamment par une formule standard. Il est donc naturel de demander à ce que les assureurs qui utilisent des modèles internes puissent calculer leurs besoins prudentiels en capital sur cette base... à la condition que ces modèles répondent à un standard de qualité défini par ailleurs et qu'ils soient bien reconnus par les organes dirigeants de l'entreprise eux-mêmes comme un instrument de gestion synthétique des risques. Dans le prolongement de la logique des modèles internes, il est clair que le jeu complet des effets de diversification doit pouvoir être pris en compte pour le calcul des besoins prudentiels en capital.

Même s'il existe un relatif consensus des professionnels, des régulateurs et des contrôleurs sur ce point, il n'en demeure pas moins que certains experts considèrent encore qu'aucun modèle interne n'est réellement opérationnel et que le risque de modèle est trop grand pour que l'on puisse accepter une réduction des exigences de marge sur cette base. Le premier argument est clairement inexact comme en témoigne l'offre de marché actuelle. Quant au second argument, il est contestable dans la mesure où les formules standards comportent aussi un risque de modèle (toute formule standard renvoie implicitement à un modèle ultra-simplifié)

et qu'elles sont toujours moins discriminantes qu'un modèle interne (un niveau de capital donné correspondant donc systématiquement à un niveau de risque plus élevé du marché). Ce qui est sûr, en revanche, c'est que les conditions de validation des modèles internes doivent faire l'objet d'un examen attentif de l'ensemble des experts, ce qui suppose un dialogue approfondi entre les professionnels, y compris les actuaires, les régulateurs, les contrôleurs.

■ Dans les groupes, le contrôle de la solvabilité des assureurs devrait pouvoir être mené au niveau groupe

D'un point de vue strictement économique et financier, le contrôle de la solvabilité au niveau groupe permet seul de prendre en compte correctement tout à la fois les bénéfices de la diversification procurée par le groupe et les risques financiers intrinsèques à ce type de structure en cas de difficultés financières. Le contrôle au niveau social ne prend en compte ces éléments que de façon très fruste, quand il les prend en compte. Le niveau groupe doit naturellement s'apprécier non point au plan national mais au plan européen qui correspond au marché unique et à l'espace au sein duquel les assureurs sont en compétition.

De nombreux régulateurs et contrôleurs continuent toutefois à défendre la primauté de l'approche sociale au motif que c'est la société souscriptrice qui est res-

ponsable de la bonne fin des contrats d'assurance. De fait, il est toujours possible de prévoir qu'en deçà d'un certain niveau de solvabilité du groupe, le niveau social s'impose. En outre, la réconciliation des deux points de vue peut se faire sur la base de garanties données par la maison-mère sur la transférabilité des fonds en cas de difficulté financière de l'une des filiales d'assurances.

En toile de fond de ces orientations, il faut considérer le besoin d'achèvement du marché unique de l'assurance que la fragmentation des marchés nationaux n'a pas permis de réaliser. La réforme Solvabilité II doit donc se traduire par une harmonisation beaucoup plus profonde des régulations et des pratiques des contrôles en Europe. Quelle forme doit prendre cette harmonisation ? La future directive doit être certainement une directive d'harmonisation maximale plutôt que minimale. Mais, il faut probablement aller au-delà et prévoir des procédures d'harmonisation. Là, le champ des possibles est assez vaste, de la mise en place de procédures de coordination jusqu'à la création d'un système européen de contrôle de l'assurance, à l'instar du système européen de banques centrales. En tout état de cause, la construction d'un « espace européen de l'assurance » va, à terme, modifier sensiblement les conditions d'expression de la concurrence dans notre secteur d'activités.

Note

1. *Fédération française des sociétés d'assurances.*

LES CONSÉQUENCES DU DÉSÉQUILIBRE DE LA SOLVABILITÉ DANS L'ASSURANCE VIE EN EUROPE

Alexander Gräwert

Director, Mercer Oliver Wyman

Fady Khayatt

Senior Consultant, Mercer Oliver Wyman

Bien qu'elles soient toujours en cours de développement, les règles de Solvabilité II sont en train de changer la manière dont les assureurs appréhendent, entre autres, l'adéquation actif/passif, la mesure du risque, les modes de gestion du risque et, en conséquence, la productivité du capital. Afin de comprendre les raisons d'une telle agitation dans le secteur, il est utile d'effectuer un bref retour dans son histoire récente.

La crise du capital survenue à la fin des années 1990 a mis en lumière la fragilité du bilan de nombreux assureurs vie en Europe. Stimulés par les marchés haussiers de cette période et encouragés par les estimations des actuaires fondées sur les prévisions de rentabilité à long terme, les assureurs ont cherché à augmenter leurs marges bénéficiaires nettes - après participation aux bénéfices des assurés - en prenant de plus en plus de risques d'investissement. Ce qui n'était autrefois qu'un simple produit d'assurance-vie aux revenus stables est alors devenu un véhicule d'investissement, en actions pour une large part, entrant en concurrence avec les fonds communs de placements et les investissements directs en actions.

Ce comportement a été favorisé par le manque d'exigence de capital réglementaire requis pour pallier à ces nouveaux risques financiers. Cette inadéquation a alors été exploitée par des sociétés d'assurances qui semblaient réussir à atteindre leurs objectifs de revenus plus élevés, sans aucun effet apparent sur leur situation financière, et le maintien de leur niveau de solvabilité en capital.

Lorsque les marchés se sont effondrés au début de la décennie, il est devenu évident que de telles actions avaient laissé les assureurs lourdement exposés. L'effritement du surplus de capital réglementaire est devenu

tellement critique qu'il a forcé nombre d'assureurs à prendre des mesures drastiques :

- de très nombreux assureurs ont réduit leurs portefeuilles d'actions en vendant collectivement sur les marchés alors en baisse ;

- plusieurs assureurs vie ont réduit les niveaux de dividendes ;
- d'autres ont décidé d'injecter des fonds propres ou de lever du capital ;
- et certains ont vendu ou abandonné leurs activités non stratégiques.

Comment cette industrie, dont l'activité est fondée sur le concept d'intermédiation du risque, a-t-elle pu en arriver là ?

Avec un peu de recul, il est plus facile d'expliquer cette mésaventure : certaines organisations de petite plus petite taille ne comprenaient fondamentalement pas les risques qu'elles prenaient (en particulier l'asymétrie de leurs positions sur des actifs risqués dans l'assurance-vie). D'autres n'avaient pas mis en place des processus adéquats pour adapter la gestion de leur actif aux besoins de leur passif. Enfin, beaucoup ont utilisé des mesures de performance incohérentes entre gestion d'actif, gestion du passif et distribution, ce qui a mené à la fois à des prises de risque importantes et à des politiques excessives de participation aux bénéfices versée aux assurés.

Cependant, il ne serait pas juste de rejeter toute la faute sur les procédures internes des sociétés d'assurances. Un autre facteur explique en effet les raisons pour lesquelles ni les assureurs vie, ni les régulateurs n'ont réagi suffisamment tôt pour prévenir les risques encourus : les normes comptables et la réglementation de solvabilité en vigueur.

Dans de nombreux pays, les règles comptables et le traitement de la solvabilité ont traditionnellement été conçus pour refléter le rôle de l'assureur dans la mutualisation des risques et dans leur lissage temporel. La comptabilité en valeur historique ne permet souvent qu'une identification très tardive de l'évolution des

revenus et les dépenses. De même, les directives actuelles de solvabilité dans l'Union européenne s'appuient fortement sur le principe selon lequel les provisions mathématiques doivent être déterminées avec prudence, laissant ainsi place à une marge d'erreur sensée être suffisante mais néanmoins indéterminée.

Lorsque l'exposition aux risques de marché est devenue de plus en plus évidente, la situation financière réelle a été de plus en plus masquée, apparaissant souvent plus saine qu'elle ne l'était vraiment. Plus particulièrement car :

- la marge de solvabilité requise par l'Union européenne pour les risques d'investissement étant uniquement fondée sur les provisions mathématiques, les nouveaux risques financiers n'impliquaient pas de nouvelles allocations en capital. De cela a découlé, d'une part, une impression de gains faciles encourageant l'investissement dans des actifs à haut rendement sans nécessité d'augmenter le capital ; et, d'autre part, la mise en place de mesures peu efficaces de gestion et d'allocation du capital - aucune incitation externe à investir dans des modèles de gestion du risque n'ayant été créée ;
- les marges de sécurité au niveau des taux d'intérêt, lors de la détermination des provisions mathématiques, se sont spectaculairement érodées lorsque les taux du marché se sont effondrés sans aucune mesure compensatoire ;
- la comptabilisation au coût historique d'un grand nombre de catégories d'actifs a masqué la véritable destruction de valeur et a permis aux assureurs d'afficher de solides taux de rentabilité des fonds propres jusqu'à ce que les prix du marché descendent en dessous des prix d'achat, provoquant de soudains réajustements du portefeuille à la baisse ;
- comme les taux d'intérêt ont continuellement baissé au cours de la dernière décennie, les retours sur investissements sans risque ont spectaculairement chuté alors que les rendements garantis des assurés en régime d'intéressement aux bénéfices demeuraient élevés. Or, leurs contrats s'étendaient sur une durée de vie plus longue que les obligations sous-jacentes obligeant les assureurs à réinvestir à un taux moins élevé.

À la lumière des carences dans les règles de solvabilité et de détermination du besoin en capital, et au regard des effets que cela a eu sur l'industrie, Solvabilité II est en cours de développement pour améliorer le système en :

- introduisant davantage de règles s'appuyant sur la connaissance des risques pour déterminer le niveau de capital requis ;
- créant des incitations pour les assureurs afin d'améliorer leurs capacités de gestion du risque ;
- incitant à plus de transparence sur le niveau global de marges prudentielles.

Solvabilité II : un éclairage supplémentaire sur la santé financière des assureurs

Bien que son format précis reste à définir, la mise en place des règles Solvabilité II éliminera nombre d'incohérences mentionnées précédemment et améliorera significativement la transparence sur la solvabilité du secteur dans son ensemble et de chaque société d'assurance-vie en particulier :

- en introduisant une cohérence dans le bilan grâce à une évaluation de l'actif et du passif suivant des principes économiques (ou cohérents avec le marché) ;
- en définissant explicitement des objectifs quant au niveau de capital requis par la prise en compte - au-delà des actifs nécessaires pour faire face aux engagements envers les assurés avec une certitude suffisante - des différents risques que peut rencontrer la société ;
- en utilisant, lorsque cela s'y prête, les modèles internes des sociétés d'assurances, afin de mieux appréhender des risques auxquels elles sont réellement exposées et le montant de capital requis pour y faire face ;
- en adaptant les exigences réglementaires en fonction de la capacité des différents acteurs du marché à gérer le risque, plutôt que d'établir un modèle uniforme pour tous.

En supposant qu'un accord sur les méthodes d'évaluation de l'actif et du passif puisse finalement être trouvé, l'introduction des normes IAS/IFRS apportera également davantage de transparence. Toutefois, elle provoquera en contrepartie une volatilité dans les comptes de résultat, et particulièrement lors de la première phase, lorsque l'actif et le passif seront évalués de façon divergente.

À l'évidence, ces améliorations vont engendrer des changements significatifs, non seulement au niveau du capital requis mais aussi dans les procédures internes des sociétés d'assurances et dans les interactions entre les assureurs et leurs superviseurs ou régulateurs. Bien qu'à long terme l'industrie devrait en sentir les bénéfices, il est probable qu'au moment de l'entrée en vigueur des nouvelles règles, et dans la période qui suivra, se manifeste un sentiment relativement important d'inconfort et d'incertitude.

Conscient de l'importance croissante de la gestion du capital dans l'industrie - qu'il s'agisse des restrictions de capital au lendemain de la crise des marchés de capitaux ou de la rentabilité du capital aujourd'hui - Mercer Oliver Wyman s'est interrogé sur la façon dont un cadre réglementaire de solvabilité, s'appuyant sur la mesure des risques, pourrait affecter le secteur de l'assurance-vie en Europe et quelles seraient alors les implications stratégiques d'un tel bouleversement pour les acteurs et les régulateurs.

Principaux enseignements sur les évolutions prévisibles

Dans le cadre d'une nouvelle règle de solvabilité fondée sur la mesure du risque, des enseignements sur les évolutions prévisibles du secteur se dessinent.

Mercer Oliver Wyman a récemment effectué une analyse complète de la façon dont une réglementation de solvabilité, s'appuyant sur la mesure des risques, pourrait affecter le secteur européen de l'assurance-vie. Bien que les conclusions soient frappantes, il est

nécessaire d'émettre quelques réserves avant d'entrer dans le vif du sujet :

1) L'analyse approfondie de Mercer Oliver Wyman s'appuie sur les modèles internes modélisant le capital économique (capital ajusté du risque) de ses clients, sur des données statistiques appartenant à Mercer Oliver Wyman, ainsi que sur une recherche détaillée des règles comptables et des bilans de l'industrie par pays.

2) Toutefois, la directive Solvabilité II n'étant pas encore définie, les résultats de l'analyse ne sont pas destinés à produire des données quantitatives précises ou détaillées, mais visent plutôt à dégager les grandes tendances et les impacts potentiels principaux sur l'industrie de l'application d'une politique de solvabilité basée sur le risque.

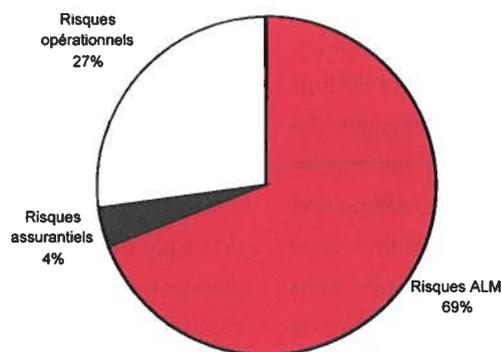
3) Les besoins de capitaux représentent un coût pour les assureurs et sont une barrière à l'entrée sur le marché ; par ailleurs, il n'existe pas de « juste » niveau de prudence et de certitude. Le calibrage des niveaux de capitalisation aura potentiellement des conséquences de grande envergure pour le marché commun européen ; c'est fondamentalement une décision politique. Par conséquent, chercher des résultats absolus à ce stade, avant même l'amorce du processus de cette décision, serait d'une utilité limitée.

4) La modélisation du capital économique est très sensible si l'exposition aux options et aux garanties est proche du prix d'exercice. L'analyse de Mercer Oliver Wyman ayant été réalisée avec les données de fin d'année 2002, c'est-à-dire au plus bas de la crise du capital, le même exercice aujourd'hui pourrait donner des résultats¹ quelque peu différents.

L'un des principaux enseignements de cette analyse européenne est que les besoins en capital économique sont, dans l'ensemble du secteur de l'assurance-vie, déterminés par les risques financiers et, principalement, les risques de non-recoupement actif/passif. La tendance à réaliser des investissements importants sur les marchés actions lors du marché haussier a d'ailleurs aggravé ce problème.

L'importance de la gestion actif/passif dans l'évaluation globale des besoins en capital économique - ou capital ajusté du risque - permet également d'expliquer les écarts importants au sein des marchés européens de l'assurance-vie : la réglementation des produits, les niveaux de garantie, les règles de participation aux bénéfices et la ventilation des actifs, qui affectent tant l'actif que le passif, sont déterminants pour l'évaluation des besoins en capitaux et varient énormément d'un pays à l'autre.

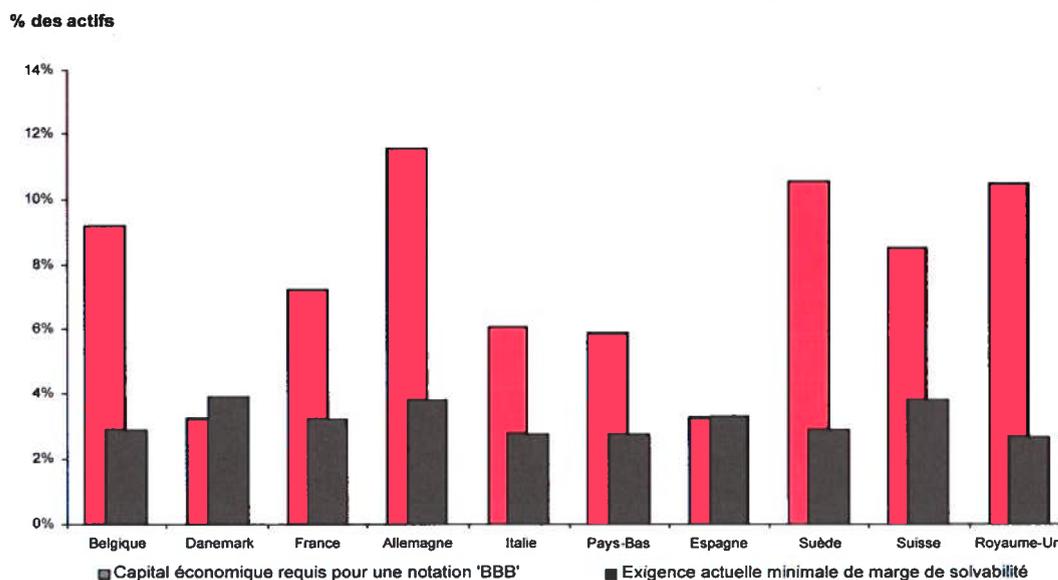
Répartition du niveau de capital économique requis par type de risque



Source : Mercer Oliver Wyman

Copyright © 2004 Mercer Oliver Wyman
L388-MKT-001

Capital économique requis pour une notation 'BBB' vs. exigence actuelle minimale de marge de solvabilité



Source : Mercer Oliver Wyman

Copyright © 2004 Mercer Oliver Wyman
L388-MKT-001

En Allemagne, l'importance des besoins en capital économique s'explique par les niveaux relativement élevés des garanties sur les contrats en cours, par la règle des 90/10 de participation des assurés aux bénéfices, par un marché fragmenté de l'assurance-vie entraînant un comportement concurrentiel sur les politiques de distribution des excédents et par des périodes relativement courtes pour lisser les rentabilités des capitaux engagés.

Le marché français de l'assurance-vie a, quant à lui, une exposition moyenne au risque : la limite de huit ans pour lisser la rentabilité des capitaux engagés, des niveaux de garanties sur contrat plus faibles, une exposition aux marchés actions plus limitée et une adéquation plus forte de la durée des actifs et passifs favorisent la baisse des besoins en capital économique ; mais cette dernière est contrebalancée par l'importance de la participation des assurés aux bénéfices due à la forte concurrence du marché français de l'assurance-vie.

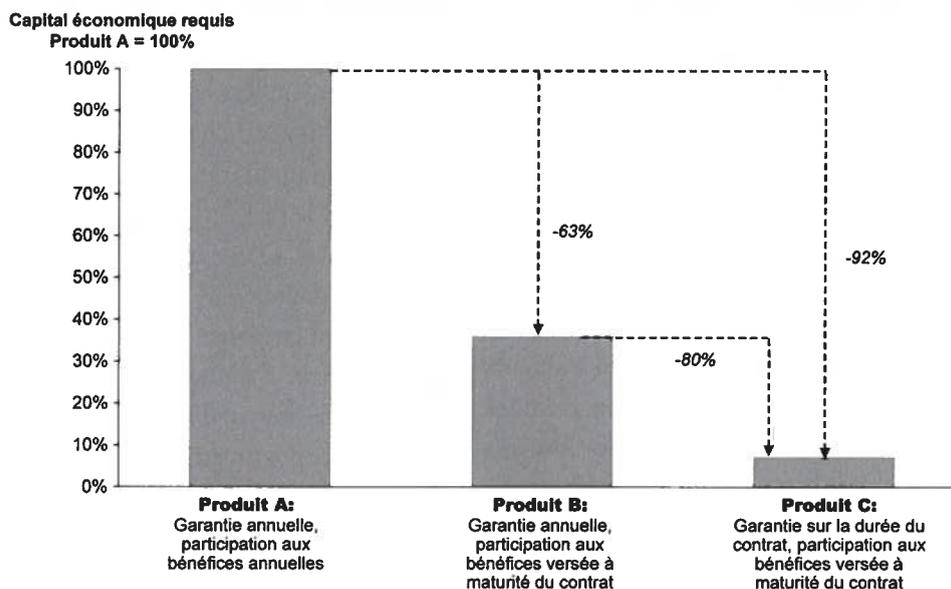
Les différences d'un pays à l'autre, en termes de capital réglementaire requis, s'expliquent également par la différence de proportion des produits en unités de compte et des produits en euros, car même aujourd'hui,

d'après Solvabilité I², ils sont soumis à des exigences en capital différentes. Ainsi, le besoin en capital est plus faible dans un pays où la proportion de contrats en unités de compte est plus faible.

Une analyse plus poussée de quelques marchés européens révèle également que les besoins en capital économique diffèrent considérablement d'une entreprise à une autre. Cette conclusion n'aurait, par exemple, pas pu être atteinte en réalisant des analyses conventionnelles de capital statuaire ou en appliquant les modèles de capital des agences de notation. Les principaux facteurs explicatifs de ces différences sont davantage liés à la prise de risque afférente à une classe d'actifs, à la réduction de risque des actifs et au comportement concurrentiel dans les politiques de participations aux bénéfices, qu'à la combinaison produit sous-jacente, dans la mesure où c'est un effet secondaire au sein d'un seul et unique marché.

Les résultats de ces analyses nous poussent à croire que la réglementation du capital, qui s'appuie sur la mesure des risques d'après Solvabilité II, aura des implications stratégiques significatives sur le secteur de l'assurance-vie et sur les régulateurs à travers l'Europe.

Capital économique requis pour différentes formes de garanties



Source: Mercer Oliver Wyman

Copyright © 2004 Mercer Oliver Wyman
L388-MKT-001

Implications stratégiques (pour l'industrie et les régulateurs)

Nous venons de mentionner que les besoins en capital ajusté du risque des entreprises d'assurance-vie sont principalement liés à des risques financiers, inadéquation actif/passif, eux-mêmes engendrés par ce qui suit :

- l'attitude face à la prise de risque des assureurs vie au niveau d'un portefeuille d'actifs : plus l'inadéquation dans la durée des actifs et des passifs est importante et plus la proportion de valeurs mobilières non obligataires est élevée, plus les besoins en capital ajusté du risque seront importants ;
- les politiques de distribution aux bénéficiaires : plus la participation aux bénéfices est proche de la véritable rentabilité des actifs, et plus les annonces de bonus seront régulières plutôt qu'à terme, plus les besoins en capital ajusté du risque seront élevés ;

- la réduction du risque actif/passif (ALM) : plus les assureurs vie gèrent activement leur portefeuille, en acquérant par exemple des protections lorsque l'on s'attend à une baisse des taux, plus les besoins en capital ajusté du risque seront faibles ;

- la réglementation produit : plus les taux garantis sont élevés, plus la durée pour lisser la rentabilité des actifs sera courte, et plus les règles de participation aux bénéfices seront rigoureuses pour les produits concernés, plus les besoins en capital ajusté du risque seront importants.

Les implications stratégiques dans le futur

Comprendre cela nous amène à identifier les implications stratégiques dans le futur. Nous traiterons ce point séparément pour l'industrie et pour des régulateurs.

■ Implications stratégiques pour l'industrie

La protection financière est la raison d'être des assureurs vie. Le concept d'intermédiation financière des risques par le biais de garanties long terme et d'options avalisées par un bilan est le différenciateur des assureurs vie face à d'autres sociétés de services financiers tels que les fonds communs de placement ou les banques.

Face à la concurrence des autres sociétés de services financiers pour l'épargne à long terme, les assureurs ne rencontreront le succès que s'ils ont un avantage structurel très distinct. Traditionnellement, les assureurs ont toujours considéré leur capacité à mutualiser et à lisser les risques comme étant leur principale fonction ; dans le domaine de l'assurance-vie, cela signifie offrir des taux de rendement garantis, tout en permettant aux clients de bénéficier d'une conjoncture positive.

Cependant, comme nous l'avons expliqué, les garanties long terme et les options sont les facteurs déterminants pour l'évaluation des besoins en capitaux qui pourraient devenir encore plus pressants. Afin de se distinguer de la concurrence au sein du secteur des services financiers, mais également dans le domaine de l'assurance-vie, les assureurs vie devront donc améliorer considérablement leurs outils de gestion du risque et des capitaux pour améliorer leurs performances.

Les prévisions d'amélioration dans les principaux domaines

■ La gestion du capital

Une meilleure rentabilité du capital sera l'un des leviers par lequel les assureurs vie commenceront à augmenter leurs retours sur fonds propres. Les assureurs vie devront mieux répartir leurs précieuses ressources en capital sur des activités au rendement plus élevé, c'est-à-dire sur la production de contrats avec un meilleur compromis entre les perspectives de rendements compte tenu des risques et l'attrait du client ainsi que sur les segments les plus profitables de la chaîne de valeur. Les

assureurs vie devront également augmenter la réactivité de leur bilan, en contrôlant plus activement les risques qui bloquent leurs précieuses ressources et en estimant plus activement leur levée de fonds (par exemple, par le biais de désinvestissements, d'arbitrages, de titrisations) et l'affectation du capital (par exemple, la politique de dividende, le rachat de parts, la fusion/acquisition, et la croissance). D'une manière générale, les assureurs ne voudront prendre des risques sur leur bilan seulement s'ils peuvent les évaluer et, par la suite, les neutraliser par l'intermédiaire d'arbitrage, de vente ou de titrisation. Les assureurs vie doivent donc améliorer leurs structures opérationnelles pour mettre en place une gestion active de leur capital et, également, opérer un recentrage du capital au coeur de leur pensée stratégique et opérationnelle.

■ Allocation de l'actif

L'affectation des actifs est l'une des activités clés des fournisseurs de produits d'assurance vie et est un déterminant significatif des besoins en capital et du profil de risque. En dépit de cela, l'allocation de l'actif pour les assureurs vie a souvent été une discipline délaissée, traitant toutes les catégories d'actifs comme une seule, se concentrant beaucoup plus fortement sur les actifs, avec relativement peu d'effort consacré à comprendre comment la structure du passif devrait éclairer le choix des classes d'actifs. Pour les assureurs qui ont développé des outils performants de gestion des risques ALM, cette situation est en train de changer. Ils commencent à faire la différence entre les classes d'actifs distinguant ceux qui sont sous-jacents à différents types de produits avec des profils de passifs différents. Ils établissent également au niveau Groupe des comités actif/passif renforçant le dialogue entre gestionnaires d'actifs et du passif, évitant une politique de partage des bénéfices motivée principalement par des considérations commerciales. À l'avenir, grâce à davantage d'innovation produit, nous prévoyons que les gestionnaires d'actifs et les responsables de la gestion de passif travailleront plus étroitement ensemble à la conception des nouveaux produits, introduisant l'expertise des marchés financiers et l'analyse financière de risque du gestionnaire d'actifs directement dans les structures de produits et dans leur tarification.

■ Conception de produits et pricing/tarification

Si la plupart des assureurs vie ont mis en place des systèmes de test de profits - taux interne de rendement/coût du capital - pour s'assurer que le prix des produits est correctement fixé, beaucoup ont découvert *a posteriori* que la création de valeur était inférieure à ce que les tests portaient à croire. Ce fut souvent le cas parce que le prix des garanties avait mal été évalué. Des assureurs « *leaders* » ont commencé à mettre en place des outils d'évaluation stochastiques, augmentant considérablement leur compréhension des caractéristiques clés du prix, et sont ainsi en mesure d'offrir plus de garanties structurées qui sont finalement financées par l'assuré. Grâce à ces outils, nous prévoyons l'introduction sur le marché européen de produits à annuités variables inspirés par le marché américain, laissant à l'assuré le libre choix des structures de garantie (tel qu'un versement minimum garanti en cas de décès, ou bien une possibilité de retrait minimum garanti, ou bien un seuil minimum garanti de revenu mensuel au passage à la retraite).

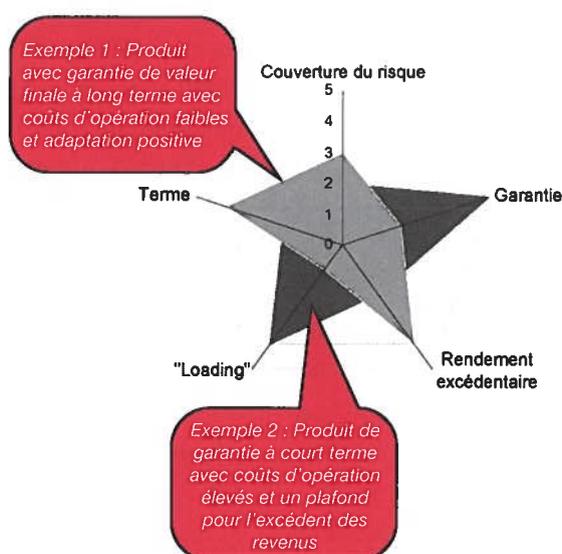
■ Implication stratégique pour les régulateurs

Les régulateurs sont tiraillés entre différents objectifs et contraintes. On attend d'eux qu'ils ne limitent pas la concurrence sur le marché commun, mais ils sont responsables du fonctionnement de l'industrie dans leur juridiction ; ils doivent protéger les intérêts des assurés, tout en laissant à l'industrie assez de latitude pour générer des profits, de sorte que suffisamment de capital soit investi auprès des assureurs pour couvrir les assurés en cas de sinistre.

Dans le contexte européen, il est important que les régulateurs profitent de l'opportunité de l'établissement de ce nouveau cadre réglementaire pour éliminer certains obstacles à une concurrence saine - encore présents dans le secteur de l'assurance - et créent un lieu de concurrence équitable pour les acteurs du marché de l'assurance. Par conséquent, il est important que Solvabilité II atteigne un degré élevé d'harmonisation et de transparence.

Le secteur de l'assurance va être amené à jouer un rôle de plus en plus important au sein du système social

Le risque doit être tarifié et géré de manière appropriée au sein d'un processus de conception produit transparent et intégré



des pays européens. Comme les systèmes traditionnels des retraites ne pourront plus subvenir totalement aux besoins des futurs retraités, la population active d'aujourd'hui doit trouver des produits adaptés grâce auxquels les actifs peuvent économiser pour leur propre retraite, que ce soit par le biais d'un plan de retraite d'entreprise ou d'un plan conçu sur mesure en fonction des situations spécifiques de la vie.

Les assureurs ont, de plus, été traditionnellement les principaux apporteurs de capitaux au sein de leurs économies respectives, non seulement en termes de taille, mais également en termes de fiabilité et de stabilité de leurs engagements. Maintenir cette fonction prépondérante du secteur qui consiste à jouer l'intermédiaire pour les investissements entre les ménages et les entreprises sera un souci majeur pour les gouvernements européens. Ce serait donc une erreur de concevoir une réglementation qui limite cette tâche.

Les régulateurs chercheront donc plutôt à augmenter la possibilité pour les assureurs d'offrir des produits attrayants à différents types de clients qu'à limiter cette possibilité. L'amélioration et le raffinement de la réglementation des exigences en capital, qui découleront de Solvabilité II, permettront aux régulateurs d'assouplir des règles qui, à l'heure actuelle, limitent l'activité économique dans le secteur d'assurance.

Notes

- 1. Notons que Mercer Olivier Wyman mettra à jour cette étude plus tard dans l'année en s'appuyant sur des données de fin d'année 2004.*
- 2. Les produits de participation aux bénéfices doivent s'appuyer sur de fonds propres s'élevant au moins à 4 % des provisions mathématiques et à 0,3 % de la somme assurée. Tous les autres produits requièrent seulement une dotation égale à 1 % des provisions mathématiques plus 0,3 % de la somme assurée.*

4.

Chroniques

Actualité

■ Gilles Bénéplanc

Vers une nouvelle gestion des risques liés aux avantages sociaux ?

Droit

■ Georges Durry

Le secret médical opposé à l'assureur : la fin des incertitudes ?

Histoire

■ Pierre Martin

L'histoire des rapports entre assurance et inflation

Vers une nouvelle gestion des risques liés aux avantages sociaux ?

Gilles Bénéplanc

Directeur général, Mercer Human Resource Consulting

■ Quel mode de gestion des risques sociaux au sein des entreprises ?

Posée il y a quelques années, cette question aurait paru incongrue tant la réponse semblait évidente : selon le profil de l'entreprise, la direction générale - ou la direction des ressources humaines ou le responsable des relations sociales - avait en charge la gestion des risques sociaux. À grands traits, cela consistait à maintenir un dialogue avec les partenaires sociaux, à mettre en place et à piloter les avantages sociaux comme la prévoyance ou la retraite mais, surtout, à négocier les salaires.

Au cours de ces dernières années, la situation des entreprises s'est modifiée et leur manière d'aborder les risques sociaux s'en est trouvée profondément transformée. C'est cette évolution que nous allons décrire dans cet article. Après avoir brièvement rappelé la situation dans laquelle se trouvaient les entreprises précédemment, nous analyserons les raisons de cette transformation pour tenter, enfin, de dégager des axes de réflexion pour le futur.

Plaçons-nous dans le cas d'entreprises moyennes ou grandes. Au sein de celles-ci, la relation sociale était l'apanage de la direction des ressources humaines qui en assurait la gestion sans interférence interne ou externe même si, parfois, certaines négociations concernaient la branche d'activité ou se déroulaient plus rarement au travers des instances nationales. Même si le climat variait grandement d'une entreprise à l'autre, les règles parfois implicites étaient connues de tous et les acteurs de la négociation se connaissaient bien.

Dans cette gestion de la relation sociale, la négociation des avantages sociaux, principalement prévoyance, santé et retraite, avait un statut spécifique. Il s'agissait d'un sujet sur lequel les partenaires arrivaient le plus souvent à s'entendre ; dans une majorité de cas, les commissions prévoyance fonctionnaient bien et avaient mis en place des systèmes de protection de qualité en prévoyance et santé, la retraite étant souvent limitée au régime de base et aux complémentaires.

La coopération entre les partenaires sociaux et les entreprises s'est étendue à la création d'organismes de portage des risques : institu-

tions de prévoyance ou mutuelles maison. Dans le même temps, la gestion des rémunérations, assurée par les Compensation & Benefits Managers - Comp & Ben -, se consacrait aux cadres et principalement aux cadres supérieurs qui, en plus des garanties prévoyance et santé, ont bénéficié de programmes de retraite sur-complémentaire destinés à améliorer leur taux de remplacement pension/salaire à la fin de leur carrière. La gestion des cadres supérieurs - et encore plus celle des cadres dirigeants - se faisait de façon distincte, voire étanche par rapport au reste des salariés. Citons enfin une dernière population, celle des retraités ou des préretraités qui, souvent, continuaient à bénéficier d'une solidarité de la part des actifs par le biais des contrats santé de l'entreprise qui leur offraient des conditions tarifaires avantageuses loin de la réalité actuarielle.

Au total, ce système a fonctionné correctement jusqu'à une période récente où plusieurs facteurs ont contribué à sa déstabilisation et à sa remise en cause partielle.

En premier lieu, on assiste sous l'impulsion des normes comptables à une financiarisation des avantages sociaux : les entreprises doivent

calculer et reconnaître dans leurs comptes le coût des avantages sociaux. Cela touche principalement la retraite mais également la santé, par exemple, lorsque les retraités bénéficient dans la durée des contrats santé des actifs. Les deux conséquences principales de cette évolution sont l'intervention croissante des directions financières dans les questions sociales jusque-là gérées par les directions des ressources humaines (DRH) et, bien sûr, une mesure du coût de ces avantages sociaux.

Le second facteur de déstabilisation réside dans les risques eux-mêmes : le dérapage des frais de santé, la montée des arrêts de travail, déséquilibrante pour les régimes de prévoyance, et la demande accrue (surtout chez les cadres) de systèmes de retraite ont créé un environnement déstabilisant et inflationniste. Ainsi, le coût pour l'entreprise mais également pour le salarié - qui ne l'oublions pas en finance une part significative - est sans cesse en augmentation et ce qui était un sujet annexe, souvent consensuel, devient à cause de son impact sur les comptes, un sujet difficile pour les entreprises.

La transparence croissante des rémunérations constitue un autre élément de déstabilisation. En effet, l'information sur les rémunérations des dirigeants, donnée aux marchés financiers et largement relayée par les médias, a eu une double conséquence : débat légitime avec les actionnaires sur le bien-fondé de ces rémunérations, impact sur les salariés - et les partenaires

sociaux - qui augmente la tension lors des négociations salariales. Progressivement, la barrière relativement étanche entre le social et le Comp & Ben s'abaisse. Notons ici que les pratiques de transparence devraient encore évoluer et s'étendre progressivement aux questions de coût des régimes de retraite.

Tels semblent être les principaux facteurs d'évolution dans la gestion des risques sociaux et tout particulièrement des avantages sociaux ; le système est remis en cause dans sa structure et dans son fonctionnement, mais les acteurs, aux premiers rangs desquels se trouvent les DRH et les partenaires sociaux, en ont conscience et cherchent à le refonder sur de nouvelles bases. Ce mouvement en est à ses prémices et il subsiste une grande hétérogénéité entre les entreprises ; pourtant, se dessinent des réflexions sur les bonnes pratiques dans ce domaine que nous allons évoquer à grands traits.

■ Pluridisciplinarité

Si la direction des ressources humaines reste le pivot central de la politique sociale, les entreprises doivent favoriser une approche pluridisciplinaire en associant les directions financières aptes à mesurer et à prévoir le coût des politiques, tout particulièrement dans le domaine des avantages sociaux, ainsi que les directions achats lorsque l'entreprise a souhaité transférer une partie de ses risques à des tiers.

■ Professionnaliser la gestion des rémunérations des dirigeants et cadres supérieurs

La transparence va gagner du terrain et doit s'accompagner d'une gestion professionnelle, documentée et comparative de la rémunération des dirigeants, afin de ne plus interférer et polluer le débat et les négociations sur les rémunérations. Sans nier les dérives ponctuelles, deux évidences méritent d'être rappelées : la rémunération des dirigeants est du ressort du conseil d'administration qui doit assurer cette tâche, par exemple par le biais d'un comité de rémunération ; par ailleurs, la rémunération des dirigeants obéit à un marché d'offre et de demande, ce qui signifie que, s'il faut réprimer les excès, une réglementation trop stricte a peu de chance d'être efficace.

■ Inventaire de dispositifs en cours

Beaucoup d'entreprises ont développé des systèmes de rémunération et d'avantages sociaux au gré de politiques qu'elles entendaient mener, mais aussi des dispositifs proposés par la réglementation. Les modes de financement sont très variés : participation de l'entreprise, abondement, rémunération différée, stock options, prévoyance ; les objectifs poursuivis le sont tout autant : fidélisation, protection sociale, rémunération de la performance, épargne ou préparation de la retraite. Aujourd'hui, les

nouvelles demandes des salariés, le coût croissant de ces dispositifs et les nouvelles solutions offertes par la loi Fillon et l'amendement Balladur sur les actions gratuites militent pour la réalisation d'un inventaire précis des dispositifs en place ; il s'agit d'en connaître la finalité, le coût pour le salarié et l'entreprise et bien sûr estimer leur efficacité et leur pérennité.

Ce type d'étude, qui illustre la nécessaire collaboration entre Finance et Ressources humaines, devra être présenté aux partenaires sociaux pour constituer une base

factuelle à une discussion sur les rémunérations.

Ces négociations portent essentiellement, et c'est normal, sur le « combien » ; mais aujourd'hui les élargir au « pourquoi » et au « comment » nous semble pouvoir être profitable à l'ensemble des parties. Elles peuvent déboucher sur des dispositifs mieux adaptés, actuariellement plus efficaces et moins coûteux comptablement ; il faudra en chemin répondre à des questions de fond particulièrement ardues : Quelle répartition de la valeur ajoutée, créée par l'activité de

l'entreprise ? Selon quel calendrier ? Quelle forme de solidarité dans les entreprises sur les avantages sociaux (jeunes/vieux, actifs/retraités) ?

Si les évolutions déjà observées dans les entreprises devaient se poursuivre, le rythme de ces transformations dépendra, comme toujours, de facteurs conjoncturels : croissance économique, représentativité des partenaires sociaux, rapport de force. Malgré cela, la financiarisation des avantages sociaux reste une chance et cette base rationnelle doit favoriser l'émergence de solutions.

Le secret médical opposé à l'assureur : la fin des incertitudes ?

Georges Durry

Président honoraire de l'université Panthéon-Assas (Paris II)

Le problème est bien connu et a toujours préoccupé les assureurs. Une personne souscrit un contrat d'assurance décès temporaire, ou une assurance accident ou maladie, en se déclarant en parfait état de santé. Sur le moment, l'assureur ne procède à aucune vérification, source de frais et de lenteurs. Quelques mois plus tard, l'assuré décède ou est atteint d'une incapacité de travail. Sollicité aussitôt de régler la prestation à laquelle il s'était engagé, l'assureur est pris de doute envers la sincérité des réponses faites aux questions qu'il avait pourtant posées à l'assuré sur son état de santé. Et, plus curieux alors qu'il ne l'avait été à l'origine, il désirerait maintenant en savoir un peu plus sur l'état réel de cette santé au moment de la conclusion du contrat. Car des mensonges ou même de simples dissimulations - formes classiques de la fraude à l'assurance en ce domaine - lui permettraient, s'ils étaient établis, tantôt d'invoquer la nullité du contrat, tantôt de se prévaloir, lorsque la loi ne le lui interdit pas, de la non prise en charge des conséquences des états antérieurs à la conclusion du contrat.

Qui en sait plus à cet égard que ceux qui, dans le passé, ont eu à soigner

l'assuré ? Aussi, lorsque l'assuré ou ses ayants droit n'ont rien à cacher s'empressent-ils de demander des certificats médicaux qu'ils produiront à l'assureur car, pour eux, il n'est point de secret médical qui tienne. En revanche, s'ils craignent des révélations fâcheuses, non seulement ils ne présenteront aucun certificat, mais encore feront défense, au nom du secret médical, à ceux qui savent, de fournir le moindre renseignement à des tiers.

Les assureurs ont naturellement cherché à lever l'obstacle. Ils ont invoqué en leur faveur, de façon générale, le droit à la vérité et, de manière plus précise, l'obligation faite par le Code des assurances de répondre exactement aux questions posées par eux préalablement à la conclusion du contrat. Or, disaient-ils non sans quelque raison, si l'assuré peut s'abriter derrière le secret médical, nous sommes privés de tout moyen concret de le convaincre de fausse déclaration.

À ce conflit entre le droit à la vérité de l'un et le droit au secret de l'autre, les tribunaux sont quotidiennement confrontés. Et, les enjeux financiers étant souvent importants, les affaires vont assez souvent jusqu'en

cassation. Depuis une quinzaine d'années, de très nombreuses décisions ont été rendues en ce domaine par la Haute juridiction. Et le moins que l'on puisse dire est que la Cour de cassation a été longtemps plus qu'hésitante. Beaucoup d'arrêts décident que le droit du malade au secret doit l'emporter sur toute autre considération ; mais, il n'est pas sans exemples de décisions plus sensibles aux préoccupations des assureurs. Cela explique que, ayant déjà consacré dans ces mêmes colonnes deux chroniques à ce problème¹, nous pensions cependant justifié d'y revenir une troisième fois.

À l'époque la plus récente, le débat s'est en effet cristallisé autour d'une question bien précise : est-il possible à l'assureur d'obtenir la nomination par justice d'un expert médical, avec mission de se faire communiquer le dossier médical de l'intéressé, étant sous-entendu que le détenteur du dossier ne saurait lui refuser cette communication ordonnée par un juge ? La Cour de cassation, qui avait récemment paru favorable à cette formule², vient en effet de rendre deux arrêts³ qui la condamnent. Ces décisions nous paraissent donner au problème une solution durable, tant elle est solidement

fondée. Respectueux, au plus haut point, du secret médical [cf. (I)], ils sont cependant très loin, quoi qu'on en ait parfois écrit, de négliger les intérêts des assureurs [cf. (II)].

(I) **C**ertes, il existe entre les deux espèces quelques différences. Dans la première, c'était un médecin du travail qui était concerné ; dans la seconde, un service hospitalier. Dans la première, on en était resté au stade du référé ; dans la seconde, le juge du fond était saisi. Mais dans les deux cas, aussi bien en première instance qu'en appel, il avait été enjoint au détenteur du dossier médical d'un assuré de le communiquer à un médecin expert désigné par la justice. Or, avec une opiniâtreté remarquable puisque, pour une fois, on se battait pour le respect des principes, ceux auxquels il était imposé de révéler à un tiers, l'expert judiciaire, ce qu'ils estimaient relever du secret médical ont porté l'affaire devant la Cour de cassation, dont la jurisprudence pourtant semblait bien, on l'a dit, favorable à la position des juges du fond. Ils ont eu raison de s'obstiner, puisqu'ils ont obtenu entièrement gain de cause.

La Cour de cassation a en effet rappelé que, bien que le juge tienne des dispositions du Code de procédure civile le pouvoir de contraindre non seulement les parties, mais encore des tiers, à communiquer des pièces qu'ils détiennent et dont la connaissance serait utile pour la solution d'un procès, ce droit doit céder en cas d'empêchement légitime. Or,

précisément, le secret médical est le prototype d'un tel empêchement, en dehors naturellement du cas où une disposition légale spécifique a écarté le secret médical, tel - pour ne parler que d'un texte récent - l'alinéa 5 de l'article L. 1142-12 du Code de la santé publique, issu de la loi Kouchner du 4 mars 2002. Ce texte dispose que, dans le domaine de l'indemnisation des victimes d'un accident médical, les experts commis par la commission régionale d'indemnisation mènent leurs investigations sans que puisse leur être opposé le secret médical. Mais, hormis de telles hypothèses, le médecin doit opposer le secret médical même à un expert judiciaire. L'arrêt du 15 juin 2004 le proclamait avec force. Celui du 7 décembre est, si possible, plus net encore. D'une part, les textes visés pour justifier la cassation prononcée ne sont plus les mêmes. Il est, en particulier, très remarquable que là où le premier arrêt visait l'article 4 du décret du 6 septembre 1995 portant code de déontologie médicale, le second a préféré se référer à l'article 10 du Code civil. En d'autres termes, à un texte réglementaire et propre au secret médical a été substitué un texte législatif et général. L'article 10, en effet, est ce texte qui, depuis 1972, proclame que si chacun doit apporter son concours à la justice en vue de la manifestation de la vérité et peut être contraint à le faire, cette obligation disparaît en cas de motif légitime, dont le secret professionnel et non pas le seul secret médical est une illustration. D'autre part, le premier arrêt

décidait que l'opposition du malade ou de ses ayants droit interdisait au médecin toute communication à l'expert ; le second dispose que toute divulgation est interdite sans l'accord des mêmes personnes. Il y a là, pour nous, plus qu'une nuance. En exigeant un accord explicite - là où l'on paraissait se contenter d'une absence d'opposition - n'a-t-on pas fermé la porte à toute possibilité, que paraissait ouvrir le premier des deux arrêts⁴, d'interpréter le silence comme un accord implicite ?

En tout cas, au-delà des différences de rédaction, les deux arrêts manifestent la volonté de la Cour de cassation de marquer un coup d'arrêt aux espoirs que les assureurs pouvaient fonder sur la désignation d'un expert judiciaire pour vaincre le droit au secret médical qui leur est si fréquemment opposé. Et du même coup, nous paraissent devenues obsolètes toutes ses décisions antérieures qui, avec une motivation ou une autre, avaient cherché à apporter - probablement dans des espèces où la volonté de dissimulation, de fraude pour appeler les choses par leur nom, semblait manifeste - des atténuations ou des exceptions à l'interdiction de révéler ce qui est couvert par le secret médical. En écrivant cela, on pense notamment à cet arrêt du 9 juin 1993⁵ par lequel la première chambre civile avait approuvé des juges du fait d'avoir interdit à une veuve de s'opposer à la production d'un certificat médical, au motif mystérieux « qu'il ne s'agissait pas pour elle de faire respecter un intérêt légitime, mais de faire écarter un élément de preuve contraire à ses prétentions ».

C'était là ni plus ni moins permettre aux juges de lever le secret médical quand bon leur semblerait.

Pour autant, la position des assureurs est tout sauf désespérée, car la Cour de cassation est très loin de les avoir laissés sans défense contre la fraude.

(II) **E**n effet, après avoir censuré les deux arrêts de cour d'appel qui, pensant sans doute se conformer à ce qu'ils croyaient être la jurisprudence de la Cour de cassation, avaient enjoint à des médecins de communiquer à l'expert judiciaire un dossier en réalité couvert par le secret professionnel, la Haute juridiction ajoute, chaque fois, qu'il appartient au juge saisi sur le fond d'apprécier, devant le refus de l'assuré ou de ses ayants droit de lever le secret médical, de déterminer si une telle attitude « tend à faire respecter un intérêt légitime ou à faire écarter un élément de preuve » pour, ensuite, « en tirer toute conséquence quant à l'exécution du contrat d'assurance ».

On retrouve certes dans cette motivation les termes mêmes utilisés en 1993 et que l'on vient de critiquer. Mais cette fois, au contraire, la formule de la Cour de cassation nous semble techniquement irréprochable. Là où effectivement, en 1993, elle permettait en fait de négliger le secret médical, en obligeant à révéler ce que l'on voulait cacher, en 2004, elle respecte ce même secret. Pour autant, elle permet parfaitement de déjouer les fraudes.

Car il faut redire que, ni pour le patient ni, après sa mort, pour ses ayants droit, il n'existe de secret, lequel est opposable seulement aux tiers trop curieux. L'article 1111-7 du Code de la santé publique, tel que rédigé par la loi Kouchner, proclame au contraire fortement leur droit à l'information qui se traduit en particulier par la remise de certificats médicaux ou de copies de dossiers, que rien n'interdit ensuite à l'intéressé de communiquer à qui bon lui semble. Donc, sollicité par l'assureur de fournir des éléments qui permettraient de mieux connaître l'état de santé de l'assuré, et ses antécédents médicaux lors de la conclusion du contrat, ce dernier aurait un moyen bien simple d'apaiser la méfiance de l'assureur envers la sincérité des déclarations alors faites : se faire délivrer tel certificat, ou communiquer telle pièce, pour les remettre ensuite à l'assureur.

Évidemment, on ne peut contraindre personne à agir ainsi, et pas même le juge qui tient pourtant de l'article 11 du Code de procédure civile - autre texte visé par l'arrêt du 7 décembre 2004 - le pouvoir d'enjoindre aux parties de fournir des éléments de preuve. C'est là l'une des formes que prend l'obligation faite aux parties (par le premier alinéa de ce texte) d'apporter leur concours aux mesures d'instruction ordonnées par le juge, traduction sur le terrain procédural du principe posé par l'article 10 précité du Code civil. Mais ce même article 11 a prévu un possible refus de déférer à l'injonction et indiqué la parade :

le juge peut « tirer toute conséquence d'une abstention ou d'un refus »⁶. Et c'est très précisément ce que rappellent nos deux arrêts.

Désormais donc, rien n'empêche les juges du fait - nous irions même jusqu'à dire qu'ils sont discrètement incités par la Cour de cassation à procéder ainsi - de décider, et leur appréciation à cet égard sera souveraine, que le refus de communication de pièces médicales, joint à d'autres éléments du dossier, démontre que les intéressés ont quelque chose à cacher à l'assureur. Ces autres éléments seront notamment constitués par l'apparition d'une maladie grave, voire mortelle, dans les semaines qui suivront la conclusion du contrat. Mais il est bien d'autres hypothèses du même ordre concevables, telle, par exemple, la discordance manifeste entre les réponses faites par l'assuré au questionnaire médical de l'assureur et les circonstances publiques de son décès ou la nature de sa maladie. Et, dès lors, l'assureur sera jugé avoir établi la dissimulation dont il a été victime et autorisé à appliquer les sanctions qu'elle appelle. La solution est d'autant plus indiscutable qu'il s'agit de prouver un fait et que la preuve d'un fait peut s'opérer par tous moyens, y compris des indices ou présomptions (art. 1353 C. civ.).

Maintenant, c'est aux juges du fait qu'il appartient d'utiliser, à bon escient mais sans timidité, le pouvoir dont la Cour de cassation vient de rappeler qu'ils sont dotés.

On peut d'autant plus se hasarder à prophétiser qu'ils sauront s'en servir pour lutter, chaque fois que nécessaire, contre la fraude que, jusqu'à présent, dans presque toutes les affaires parvenues jusqu'à la Cour de cassation, ils avaient précisément privilégié la recherche de la vérité plutôt que l'invocation abusive du secret médical.

Notes

1. Risques, n° 39, p. 120 et n° 52, p. 95.
2. 1^{re} Civ. 14 mars 2000, Bull. I, n° 87 (cet arrêt énonce formellement qu'il est

de l'office du juge d'ordonner une expertise, en autorisant l'expert à accéder au dossier médical); cf. également 1^{re} Civ. 22 mai 2002, Bull. I, n° 144 (cet arrêt ne concerne pas l'assurance, mais la preuve de la démence d'un donateur, art. 901 C. civ.).

3. 1^{re} Civ. 15 juin 2004, D. 2004, 2682, note-rapport D. Duval-Arnould; RGDA, 2004, 1020, obs. Kullmann; 7 déc. 2004, D. 2005, 244; L'Argus, 28 janv. 2005, Dossiers jur. p. 8. Adde, sur le premier arrêt, les chroniques de M. Groutel, Resp. civ. et ass. 2004, chr. 18 et de M. Bichot, Trib. Ass. janv. 2005, cahiers jur. p. 1; sur le second, le commentaire de

M. J. Penneau, D. 2005, 403 et de M. Defrance, L'Argus, 28 janv. 2005, Dossiers jur. p. 1.

4. C'était, à très juste titre, l'interprétation de M. Groutel, chr. préc.

5. Bull. I, n° 214.

6. Ce qui, au demeurant, n'est pas une innovation. Déjà, l'article 336 de l'ancien Code de procédure civile, qui ne faisait d'ailleurs que consacrer une jurisprudence antérieure, disposait, depuis 1942 que le refus de comparaître en personne devant le juge, comme le fait de refuser de répondre aux questions du juge, autorisait ce dernier à « en tirer toute conséquence de droit ».

L'histoire des rapports entre assurance et inflation

Pierre Martin

Agrégé d'Histoire, docteur en Histoire

Les assureurs d'aujourd'hui, tout comme les financiers spécialisés dans la gestion d'actifs des sociétés d'assurances, partent du postulat que les prix sont et resteront stables, du moins à moyen terme. La quasi stabilité des prix semble en effet désormais constituer un des « fondamentaux » de notre environnement économique, dans la zone euro, dans la Triade en général, et jusqu'à plus ample informé en Chine même, longtemps accusée d'exporter de la déflation au Japon. C'est pourtant oublier que le ^{xx} siècle a été en longue durée le siècle de l'inflation et de l'« *euthanasie des rentiers* » comme le disait Keynes. C'est oublier également que l'inflation peut recommencer un jour : comment réagiraient les assureurs ? Nous nous proposons donc de revenir sur l'intrusion de cette donnée aussi nouvelle que pernicieuse dans plusieurs entreprises françaises d'assurance non-vie de 1900 à 1975 environ.

■ 1914 : La fin de la « Belle Époque » et l'irruption de la « cherté de vie... »

La « Belle Époque »... Cette petite vingtaine d'années où après la grande dépression l'Europe retrouve, à partir de 1894 environ,

le chemin d'une croissance sans inflation jusqu'au début de la Grande Guerre. Belle Époque également pour les assureurs qui, s'ils ont survécu à la terrible mortalité des compagnies au siècle passé, pouvaient raisonner sur la base d'une monnaie stable comme le franc ou la livre sterling convertibles en or. La surveillance du tableau de bord des « bilans » des sociétés était alors assez rudimentaire. D'un côté, ce que nous appellerions le compte technique, qui mesurait le rapport sinistres à primes, la profitabilité du métier de base. De l'autre, les « réserves », évaluées en franc-or, ce franc germinal institué par Napoléon et dont l'opinion pensait que sa valeur était gravée dans le marbre *ad vitam aeternam*. Forts de cela, les assureurs pouvaient arguer de réserves solides, comme ces dirigeants d'une mutuelle départementale représentative de la France rurale d'alors pronostiquant en avril 1914 que « *la situation n'a jamais été aussi forte...* ».

L'irruption de l'inflation, adjuvant naturel de la guerre, surprend les patrons français, et les assureurs ne font pas exception. Les contemporains n'employaient d'ailleurs pas ce terme, entré dans la langue française en 1920, comme ils avaient du mal à

conceptualiser ce phénomène qu'ils appelaient « *vie chère* » ou « *renchérissement* ». L'inflation est d'abord subie par les personnels. Dès 1916, la puissante compagnie incendie parisienne AMSSO accorde ainsi des « *indemnités pour cherté de vie* » à ses employés - puis de nouveau en 1917 et 1918. Ce sont ensuite les assurés, du moins les plus vigilants, industriels, voire propriétaires fonciers, qui réévaluent leur outil de travail auprès de leur assureur. C'est d'ailleurs dans ce contexte de monnaie fondante qu'il faut comprendre l'intérêt des assureurs pour les « *gros risques* » fortement classés, surtarifés par rapport aux « *risques simples* ». À l'AMSSO, le portefeuille de gros risques semble étale de 1913 à 1917. À partir de divers indices, il est pourtant probable d'avancer que l'assurance des industries de guerre a constitué un relais de croissance parfois important.

■ 1918-1939 : une « fièvre d'augmentations, de majorations d'assurances... », piètre remède contre le virus inflationniste

L'après-guerre est marqué par un soulagement réel et un espoir déçu. Soulagement du retour à la paix, du

retour à la vie des affaires. Espoir déçu d'un retour à la normale, c'est-à-dire à une monnaie stable d'avant 1914. De 1914 à 1918, les assureurs avaient provisionné l'essentiel ou la totalité de leur résultat sur des comptes spéciaux. Ces dispositions prudentielles exceptionnelles avaient pour but de faire face à des sinistres tardifs ou à des « non valeurs », des cotisations escomptées qui ne seraient pas recouvrées après guerre. La désillusion est rapide, soulignant la différence entre le provisionnement nominal, hors inflation, et la valeur réelle de ces fonds, libellés en francs dévalués *de facto*. Le « compte d'attente » pourtant fort de 1,4 million de francs constants valeur 1913 de l'AMSSO se révèle ainsi systématiquement déficitaire jusqu'à sa clôture en 1923 : il ne peut à lui seul assurer le règlement des sinistres. Plus inquiétant, l'inflation ronge les bases financières des assureurs.

L'inflation est particulièrement pénalisante pour les assureurs soumis à un cycle inverse de production. La compagnie encaisse par avance le montant d'une cotisation correspondant à une probabilité d'occurrence pour une durée souscrite. Pratiquement pourtant, le règlement définitif du sinistre intervient quelquefois bien après sa réalisation - sans parler des avances, expertises, procédures, transactions, partages ou rétrocessions... En contexte de monnaie fondante, le montant de la cotisation s'est érodé quand celui du sinistre s'est renchéri : le temps joue contre l'assureur, à moins qu'il ne trouve le

moyen pendant ce temps de battre l'inflation par des placements performants et liquides. Les assureurs sont donc désarmés, d'autant que la gestion financière n'est ni leur métier de base ni une activité qui paraît alors très développée - jusqu'à une époque récente, sans oublier que l'État a toujours encadré les investissements des firmes.

Comment les dirigeants percevaient-ils l'inflation ? Les dirigeants évaluaient-ils l'ampleur des dégâts qu'elle causait ? Des assureurs témoignent d'un afflux d'avenants de réévaluation après 1918 : « *Après la guerre et à partir du moment de l'armistice, ça a été partout en France, dans toutes les compagnies, une fièvre d'augmentations, de majorations d'assurances.* » La mise à jour du portefeuille doit être rigoureuse. L'absence de réévaluation du plafond de réassurance n'avait cependant pas suivi, manquant d'entraîner une entreprise à la faillite à l'occasion d'une année 1920 chargée en sinistres. Globalement, la solvabilité des entreprises s'effrite, sauf en accidents. En incendie, il appert que l'avant-guerre correspond à une solvabilité élevée qui ne cesse de se dégrader par la suite. À l'AMSSO par exemple, le ratio réserves sur primes s'établit à environ 250 % dans les années 1900-1914, à 200 % en 1918, à 100 % environ en 1921. Cent pour cent, cela ne représente qu'une année de primes d'avance pour endosser un éventuel pic de sinistralité. Les *Travailleurs Français Accidents*, heureuse exception, améliorent pourtant son matelas de réserves rapporté aux primes qui

atteint pour la première fois 100 % en 1916, niveau qu'elle parvient à conserver pendant la décennie suivante. Ce n'est ni la gestion technique ni la gestion financière du flux de cotisations, mais, nous allons voir pourquoi, la structure du portefeuille qui explique cette bonne performance.

■ Inflation et produits

Les produits deviennent en effet inadaptés à l'inflation. La parade, ce serait d'inclure dans les contrats des clauses de réévaluation automatiques calquées sur le coût de la vie. Or de telles clauses n'existent pas, sauf en accidents du travail où les cotisations sont assises sur les déclarations de salaires¹ ce qui revient à une véritable *indexation*. Ce marché est concédé aux assureurs privés français et étrangers pendant un demi-siècle (1898-1947). Certes, des assureurs prévoient un envol des charges, ayant relevé avec justesse que « *les médecins étant revenus du front [...] le tarif des frais médicaux [avait eu] tendance à suivre le prix des denrées* »². Ces frais médicaux pèsent 13 % des cotisations ou 23 % des sinistres des *TF* en 1918. Or le médecin est un acteur incontournable : à défaut de payer un dédommagement, l'assureur est tenu de payer une consultation obligatoire dans le protocole d'estimation de l'invalidité³. Ce marché constituait pourtant un îlot de profitabilité relative dans un marché où les marges étaient rongées par le poison inflationniste. C'est ce qu'explique un rapport du conseil

d'administration de l'AMSSO de 1947 : « *Les résultats favorables obtenus [...] sont surtout la conséquence des conditions dans lesquelles étaient déterminées les obligations réciproques des deux parties dans le contrat d'assurance accidents du travail. Les cotisations étaient proportionnelles aux salaires payés [...] et ces salaires constituant la base du règlement des sinistres, aucun déséquilibre provenant de l'instabilité économique ne pouvait se produire par suite de l'ajustement automatique des ressources et des charges. C'est l'inverse qui se produit dans presque toutes les autres assurances qui restent à notre disposition.* »⁴ Les assureurs surpondèrent donc ce portefeuille qui représenterait la moitié de l'ensemble du portefeuille accidents de l'assurance française en 1947 selon la Fédération française des sociétés d'assurances. Le contrôle des assurances, plus sourcilieux en ces temps de monnaie faible, s'inquiète de la moindre solvabilité des sociétés qu'il surveille. À la même époque, un assureur français dressait le constat suivant : puisque « *La revalorisation des assurances en cours est coûteuse* », il faut rechercher la « *simplification pour rendre peu onéreuse la production et la gestion* ». Il trouve une réponse en lançant deux types de produits nouveaux. La première innovation est l'« *assurance à indice variable* » destinée à « *faire varier le montant des sommes garanties [...] en fonction de la hausse des prix* »⁵. La deuxième, appelée « *police combinée incendie/vol/dégâts des eaux* » (1949), correspond à notre contrat multirisques habitation contemporain⁶. En

groupant trois risques, l'assureur réduisait le nombre - et donc le coût - des contrats et offrait une réponse simple et globale au souci de couverture du domicile privé de l'assuré.

■ Inflation et croissance 1945-1975

1945 marque le début d'une période que nous savons désormais brillante pour l'économie de l'ensemble des pays développés. À ce moment-là, l'auteur des *Trente Glorieuses*, Jean Fourastié lui-même, n'était guère optimiste quant à l'avenir du secteur : « *L'assurance française ne pourra retrouver son équilibre économique qu'après trois ou quatre ans de stabilité des prix et sa puissance financière qu'après quinze ou vingt ans de cette même stabilité. Tant que la monnaie française vagabondera, on ne peut espérer pour l'assurance qu'une vie végétative.* »⁷

Au-delà de la seule inflation, la croissance réelle, déflatée, des assureurs est spectaculaire. Englués dans le court terme, les dirigeants n'ont pas toujours apprécié l'ampleur de la vague de croissance qu'ils vivaient. Rares sont ceux qui se félicitent de la conjoncture, comme ce président-directeur général pour l'année 1962 : « *L'élévation du niveau de vie, le développement de la construction immobilière, l'essor démographique, l'extension du parc automobile [...] [constituent autant de] symptômes favorables* »⁸. Or en cette année 1962, le chiffre d'affaires de l'AMSSO a été multiplié par cinq en volume (et ce depuis

1945 !). En 1972, la collecte de primes représente 3,2 % du PNB de la France, deux fois plus qu'en 1945, ce qui place l'assurance française au 11^e rang mondial⁹. La première idée est que le record de 1913 est, pour l'assurance comme pour bien d'autres branches de l'économie française, souvent long et difficile à battre. Il faut souvent attendre 1948-1949 pour que les sociétés dépassent durablement ce palier de 1913 et que s'enclenche une spectaculaire dynamique de croissance. Le volume cumulé des cotisations des deux entités historiques d'Azur correspond par exemple en 1913 à un total de 10 millions de francs constants environ. En 1995, les sociétés fusionnées depuis 1981 pèsent environ 200 millions de francs constants de cotisations, vingt fois plus !

En définitive, les patrons de l'assurance semblent n'avoir pas (re)connu leur bonheur de vivre ces années de croissance, qui n'apparaissent comme de belles années qu'après coup. Autant la croissance réelle défalquée de l'effet trompeur de la hausse des prix leur est parfois difficile à appréhender, autant l'inflation agit immédiatement sur les comptes. Contrairement à bien des assureurs de son temps, un patron lucide s'inquiète dès 1931 des ravages que l'inflation peut exercer sur la solvabilité d'une compagnie d'assurance qu'il définit comme le « *rapport existant entre [...] le montant de ses cotisations et [...] les réserves libres et les provisions supplémentaires* », le ratio réserves sur primes. Il en conclut : « *Si nous*

avons cru devoir mettre en évidence les trois facteurs qui conditionnent notre condition financière, c'est parce que l'on ne se rend pas assez compte à la lecture des bilans des sociétés d'assurances des éléments qui assurent leur véritable prospérité et que l'on se borne trop souvent à mesurer la sécurité qu'elles offrent au montant des primes ou cotisations qu'elles réalisent. »¹⁰

Notes

1. D'où l'importance stratégique de telles déclarations de salaires par l'employeur. Un administrateur des TF craignait par exemple de « fortes dissimulations » (sous-assurance) en accidents du travail
2. Assemblée générale des TF du 14 janvier 1919.
3. Cf. « L'assurance accidents. Les médecins et la loi accidents », *Le Spectateur*, 28 septembre 1901.
4. Service des Archives économiques et financières du ministère de l'Économie et des Finances (SAEF), Carton B40 769, rapport du conseil d'administration de l'AMSSO à l'assemblée générale du 29 octobre 1947 sur les comptes 1946.
5. Conseil d'administration de l'AMSSO du 17 décembre 1947.
6. Treize ans avant la MAIF par exemple: « Cette nouvelle garantie [...] "Contrat d'assurance multigarantie des biens et des responsabilités" est mise sur orbite en novembre 1962 [...] À compter
- du 1er janvier 1964, les garanties "responsabilité civile familiale", "risques de simple habitation" et "dégâts des eaux", devenues inutiles, sont supprimées au profit du nouveau contrat multigarantie. » Cf. Michel Chaumet, MAIF, *L'Histoire d'un défi*, Le cherche Midi éditeur, 335 p., 1998, pp.170-171.
7. Jean Fourastie, « Les Assurances », in *La France économique*, Sirey, 1948, p.379.
8. Rapport du président-directeur général de l'AMSSO HATINGUAIS à l'assemblée générale de l'AMSSO du 27 juin 1963 examinant les résultats 1962.
9. Source : *L'Assurance française en 1972*, CDIA/FFSA.
10. Hornung, président du conseil d'administration à l'assemblée générale des TF du 28 mai 1932.

5.

Études et livres

CHEA

■ Renaud Cairati

Vieillissement de la population : conséquences sur les comptes de l'assurance maladie

Études

■ Hervé Pagenelle

*Démographie : un bouleversement pour les décennies à venir
et un défi pour l'assurance*

■ Seddik Larkeche

Du risque pays au risque stratégique : une nouvelle problématique

Vieillesse de la population : conséquences sur les comptes de l'assurance maladie

Renaud Cairati

Chargé de mission Groupama-Gan

Depuis quelque temps, il est établi que la dérive des dépenses de santé est avant tout structurelle et que l'effet vieillissement pèse sur ces dépenses de manière significative. Nous essaierons de faire une synthèse sur cet aspect, bien qu'aucune projection chiffrée ne nous semble exacte, tout simplement parce qu'il est impossible de prédire l'avenir et notamment l'évolution des comportements.

Surtout, nous aborderons, dans une deuxième partie, un aspect rarement évoqué et encore moins mesuré : il s'agit des conséquences du vieillissement de la population française sur le financement de l'assurance maladie.

La conclusion évidente est qu'il est d'autant plus urgent d'optimiser nos dépenses de santé que les ressources, toutes choses égales par ailleurs, vont s'étioler. Dans ce contexte, l'actuelle

réforme ne pourra être qu'une mise en bouche...

Après le vieillissement des enfants du baby-boom, le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans progressera de façon continue :

- en 2020, 27 % de la population française aura plus de 60 ans (17 millions de personnes, soit 1,4 fois plus qu'en 2000) ;

- en 2040, cette part de la population aura augmenté de plus de 10 millions par rapport au dernier recensement de 1999 (soit plus de 22 millions).

■ Conséquences sur les dépenses de santé

Si l'âge est le premier critère tarifaire en assurance complémentaire santé individuelle, ce n'est pas un hasard... À partir des données les plus récentes de l'EPAS (Échantillon

permanent des assurés sociaux) qui datent de 2001, la CNAMTS a reconstitué la dépense moyenne de santé présentée au remboursement, et ce, par bénéficiaire, en essayant de neutraliser les effets démographiques liés essentiellement à la variation du nombre annuel de naissances.

Pour information, l'échantillon de l'EPAS est constitué d'un effectif représentatif de la population française de 74 000 personnes - mais uniquement affiliées au régime général.

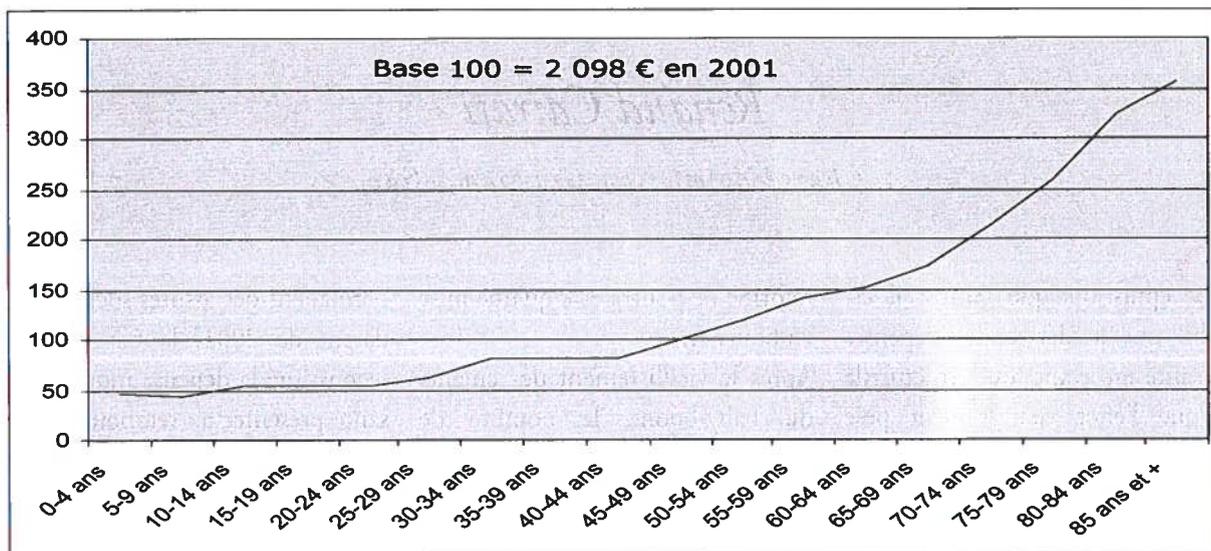
De manière très simpliste, voire grossière, en vieillissant cette courbe de dépenses selon les projections démographiques décrites plus haut, nous passerions à une dépense moyenne par habitant de 2 238 € en 2010 (+ 6,7 %) et 2 373 € en 2020 (+ 13,1 %), et ce, du seul fait du vieillissement.

Rappel démographique

Population (en %)	1970	1980	1990	1999	2010 (proj)	2020 (proj)
Moins de 20 ans	33	31	28	25	24	23
De 20 à 39 ans	27	29	30	29	26	25
De 40 à 59 ans	22	23	23	25	27	26
Plus de 60 ans	18	17	19	21	23	27

Source : rapport 2003 de la Cour des comptes

Courbe des dépenses moyennes de santé des Français, par classe d'âge :



D'après ces projections, la tendance d'accroissement des dépenses de santé selon l'âge serait de 0,6 à 0,7 point par an.

Dans son rapport sur les comptes de la Sécurité sociale 2002, la Cour des comptes aboutit exactement à la même tendance.

Ce raisonnement, déjà très simpliste, est à nuancer car comme le précise à juste titre le rapport de la Cour des comptes :

- certains éléments indiquent que cette évaluation pourrait être sous-estimée. Ce raisonnement projette en effet les dépenses moyennes, par tranche d'âge, constatées à un moment donné en fonction de l'évolution de la structure par âge de la population. Il repose donc sur l'hypothèse que les évolutions - de l'état de santé à chaque âge, des techniques médicales, du prix des soins, des comportements des professionnels et des patients - n'influencent pas

sur le profil de la consommation de soins au cours de la vie. Or, pendant la décennie passée, l'écart entre la consommation des soins des personnes âgées et du reste de la population a eu tendance à s'accroître. Une poursuite de cette tendance se traduirait par un impact du vieillissement sur les dépenses de santé qui ne se réduirait pas à un effet mécanique de structure : c'est ce que certains appellent l'effet « générations ».

- a contrario, d'autres éléments indiquent que les études actuelles pourraient surestimer cet impact. Tout d'abord, les comparaisons internationales montrent que les différences dans la structure par âge de la population n'expliquent pas les écarts dans le niveau ou le rythme d'évolution des dépenses de santé. Ensuite, l'état de santé des personnes âgées paraît, à âge donné, meilleur qu'autrefois. En outre, l'allongement de la durée de

vie devrait réduire, entre 2000 et 2020, la proportion (relative) de personnes âgées se trouvant dans leur dernière année de vie. Or, les dépenses relatives à cette période sont environ cinq fois supérieures à la moyenne des dépenses des autres années. Cet effet compenserait donc, partiellement, l'effet mécanique du vieillissement sur les dépenses de santé.

En conclusion, l'incertitude demeure forte quant aux conséquences du vieillissement sur les dépenses de santé. Le facteur qui pourrait certainement l'infléchir est le comportement des prochaines générations de personnes âgées, car ce comportement est aujourd'hui en évolution constante - du fait de l'héritage du consumérisme, d'un plus grand accès à l'information, de la réduction du temps de travail, de la recherche -, au delà d'une bonne santé, vers un meilleur bien être, etc.

■ Conséquences sur le financement de l'assurance maladie

Avant la réforme en cours (loi du 13 août 2004), la structure de financement de l'assurance maladie était la suivante :

La structure de financement demeure principalement assise sur la masse salariale par le biais des cotisations patronales et de l'importance de l'assiette salariale pour la CSG. **La part financée par les actifs est donc prépondérante :**

elle représente directement 75 % des recettes.

Une autre approche, très parlante, est de comparer le poids du financement de l'assurance maladie sur les revenus bruts, selon que l'on soit en activité ou retraité.

Ces données, issues du rapport du gouvernement « Assurance maladie : éléments de diagnostic » de l'hiver 2003, sont par ailleurs confirmées dans le dernier document diffusé par la CNAMTS « l'assurance maladie : chiffres et repères – juin 2004 » puisque, au total, les cotisa-

tions sociales d'assurance maladie et la CSG affectée à la maladie, représentent **18,80 %** du salaire brut des travailleurs salariés affiliés au régime général en 2003.

Dés lors, les effets sur le financement de l'assurance maladie des départs massifs à la retraite des prochaines années ne vont pas contribuer à améliorer les recettes...

Pour illustrer l'ampleur du problème, l'indicateur démographique le plus pertinent est le rapport entre personnes de 60 ans ou plus et personnes âgées de 20 à 59 ans.

Cotisations sociales patronales	47,20 %
CSG	33,80 %
Transfert de l'état	6,70 %
Taxes affectées	2 %
Cotisations sociales salariales	2,70 %
Divers	7,60 %

Source : CNAMTS

Pour les retraités (imposables) :

Pension de retraité (retraité imposable)	Pension brute mensuelle (en euros)		
	1 000	2 000	3 000
CSG (fraction Assurance Maladie)	39	79	118
Contribution totale à l'assurance maladie	39	79	118

(soit environ 3,94 % de la pension)

Pour les actifs :

Revenu d'activité	Salaire brut mensuel (en euros)		
	1 000	2 000	3 000
CSG (fraction Assurance Maladie)	50	100	150
Cotisation salariale à l'assurance maladie	8	15	22
Cotisation patronale à l'assurance maladie	128	256	384
Contribution totale à l'assurance maladie	186	371	556

(soit environ 18,50 % du salaire brut)

Égal à 38 % en 2002, il atteindra 54 % dès 2020 et 78 % en 2050. Si l'on compte aujourd'hui deux actifs pour un retraité, on comptera un actif pour un retraité en 2050.

Si, de manière encore très simpliste, nous projetons les ratios ci-dessus, nous aboutissons à une diminution de budget, toutes choses égales par ailleurs, de 7,5 % en 2020 et 17 % en 2050.

Cette tendance, très grossière, est aussi à nuancer car :

- d'une part, l'arrivée massive de nouveaux retraités va augmenter, de manière relative, la part de la CSG par rapport aux cotisations des actifs dans le financement de l'assurance maladie ; ce, d'autant plus que le taux de prélèvement des retraités imposables (la moitié des retraités actuellement) est passé

de 6,2 à 6,6 % en janvier 2005 et devrait logiquement, à terme, être aligné sur le taux des actifs.

- d'autre part, à l'inverse, le départ massif à la retraite des actifs, sur les prochaines années, concernera logiquement des salaires bruts bien plus élevés que la moyenne ; et donc, le « manque à gagner » des cotisations sociales et de la CSG sur ces actifs - de l'ordre de 18-19 % - sera d'autant plus important qu'il portera sur des niveaux de salaires bruts bien plus élevés.

■ Conclusion

La réforme en cours devrait se traduire, pour le volet « nouveau financement », par un apport supplémentaire de 5 milliards d'euros en 2005. Cependant, il conviendrait de réellement modéliser tous les critères de financement, et surtout

leur évolution dans le temps, pour être certains que cet apport ne va pas être temporaire, ou plutôt que l'évolution, à la baisse de la part des actifs par rapport aux retraités, sera jugulée par l'évolution de la masse salariale et la reprise économique.

En tout état de cause, nous pensons que la réforme en cours ne sera pas suffisante pour ramener le déficit dans des normes européennes économiques acceptables. Il faut donc s'attendre à d'autres mesures - **financières** - à brève échéance.

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 diplômés du CHEA (8 rue Chaptal 75009 Paris).

Études

Démographie : un bouleversement pour les décennies à venir et un défi pour l'assurance

Hervé Pagenelle

*Sous-directeur, direction des Études, des statistiques et des systèmes d'information
Responsable du département Modélisation et analyse prospective de la FFSA*

S'il est un domaine où l'on peut se risquer à faire de la prévision à horizon de 50 ans, c'est probablement la démographie. De nombreux paramètres dépendent en effet de mouvements de population qui ont déjà eu lieu et les effets de stock l'emportent massivement sur les effets de flux. Ainsi, les prévisions de très long terme sont nombreuses en la matière.

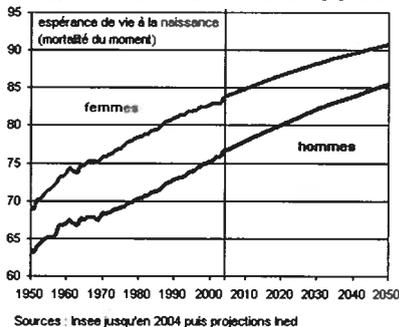
Toutefois, les dernières anticipations de l'Insee réalisées à la fin des années 1990 sont parfois malmenées par les bilans démographiques successifs. Or, ces projections sont importantes pour définir les potentiels de croissance de l'économie, les évolutions des marchés financiers et donc le futur de l'assurance (vie, décès, santé, voire même dommages aux biens).

Cet article se propose de revenir sur ces projections et essayer de clarifier ce qui relève du probable ou du scénario avant d'esquisser les possibles impacts du vieillissement de la population sur les différents marchés de l'assurance à défaut de les quantifier.

■ Durée de vie : trois à quatre mois de plus tous les ans

La population française vieillit. C'est un fait depuis de nombreuses années et cette tendance va se poursuivre comme nous le verrons par la suite. La raison principale de ce vieillissement, au moins en ce qui concerne les années récentes, provient de l'allongement de la durée de vie, lui-même obtenu grâce aux progrès de la médecine et à une meilleure hygiène de vie¹.

Espérance de vie (calculée sur l'ensemble de la population)

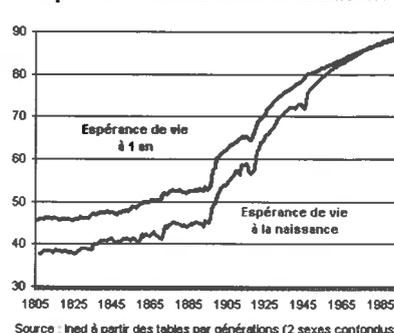


L'espérance de vie à la naissance s'établissait à 76,7 ans en 2004 contre 67 ans en 1960 pour la population masculine (respectivement

83,8 et 74 ans pour la population féminine). Par ailleurs, ce mouvement s'accélère : sur les cinq dernières années, l'espérance de vie à la naissance a crû de 4,3 mois par an pour les hommes et de 3 mois par an pour les femmes.

Ce mouvement va continuer. En effet, cette espérance de vie est calculée en fonction des conditions de mortalité de l'ensemble de la population actuelle. Mais une fille (ou un garçon) qui naît aujourd'hui a une espérance de vie à la naissance bien supérieure car elle (ou il) bénéficie et bénéficiera de progrès techniques dont ne profite pas la population actuelle dans son ensemble.

Espérance de vie selon l'année de la naissance



Ainsi, l'Ined estime que l'espérance de vie d'une fille qui naîtrait aujourd'hui serait de 92 ans (87 ans pour un garçon). Ce même institut démographique estime que l'espérance de vie à la naissance va continuer à croître pour les prochaines générations et se diffusera dans l'ensemble de la population à mesure que les nouvelles générations remplaceront les anciennes (cf. le graphique qui précède). Ce phénomène sera par ailleurs amplifié par l'allongement de la durée de vie de la population actuelle d'âge élevé. L'écart devrait se réduire entre les femmes et les hommes, peut-être même plus fortement que ce qui était anticipé par l'Insee au regard des évolutions récentes.

■ Renouveau des générations : la grande inconnue

Le deuxième élément important dans le mécanisme du vieillissement de la population tient dans sa capacité à renouveler les générations qui décèdent. Or, en la matière, la France a connu un taux de fécondité élevé entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et le milieu des

années 1960, puis une baisse très forte jusqu'au milieu des années 1970. Ensuite, le taux s'est dégradé lentement pour connaître un point bas en 1993 et une remontée significative par la suite.

Le taux de reproduction (nombre de filles nées de 100 femmes durant toute leur vie) est depuis le milieu des années 1970 en dessous de 100. Ainsi, les générations ne se renouvellent pas totalement. On observe sur le graphique qu'à cette date le taux de fécondité (nombre de naissances pour 100 femmes en âge de fécondité) est passé en dessous de 210 (le célèbre 2,1 enfants par femme)².

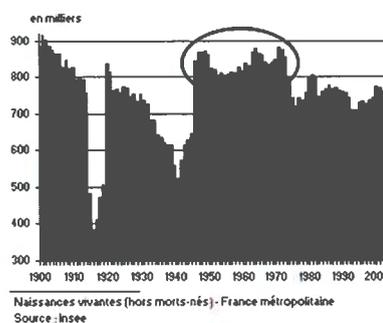
Plusieurs pistes ont été avancées pour expliquer cette baisse du taux de fécondité : recul du nombre de mariages³, âge de plus en plus élevé du premier mariage ou du premier

enfant, augmentation des divorces, crise économique...

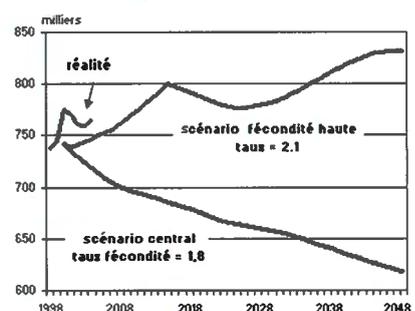
Ainsi, la faiblesse du nombre d'enfants nés après le milieu des années 1960 suite à la baisse de la fécondité implique aujourd'hui un faible nombre de femmes entre 20 et 40 ans (les femmes de cette tranche d'âges étant à l'origine de 96 % des naissances). En conséquence, cette faible cohorte de femmes aujourd'hui donne naissance à peu d'enfants malgré la hausse récente du taux de fécondité.

L'hypothèse centrale de l'Insee concernant l'évolution future des naissances était d'ailleurs basée sur ce cercle « vicieux » : le taux de fécondité était insuffisant et de moins en moins de femmes donnaient naissance à de moins en moins de filles qui donnaient elles-mêmes plus tard naissance à de moins en moins d'enfants...

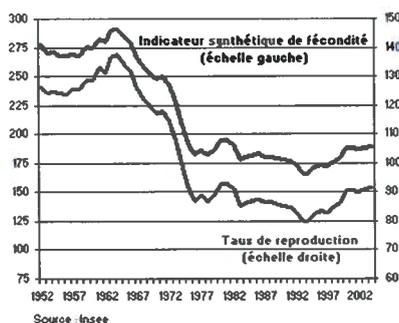
Évolution du nombre de naissances



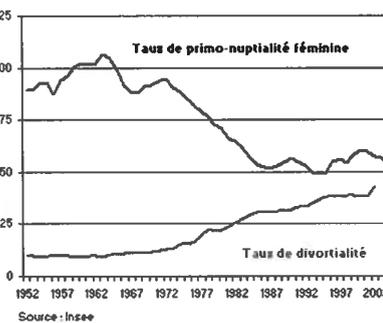
Projection des naissances



Indicateurs de fécondité



Indicateurs liés aux mariages et aux divorces



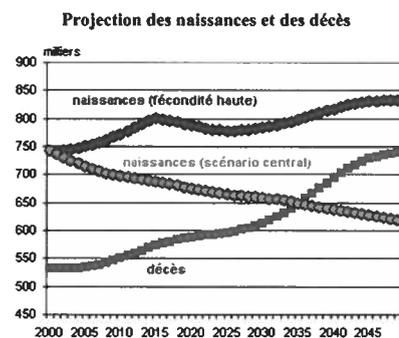
Cette projection a été faite en 1999 avant le mini baby-boom qui a caractérisé les années récentes. Ainsi, la projection du nombre de naissances en 2004 pour la France métropolitaine dans le scénario central était de 719 000, bien loin des 765 000 annoncées récemment

par l'Insee. Ce dernier résultat est plus proche de l'hypothèse haute de l'Insee, basée sur un taux de fécondité plus élevé.

Que peut-on retenir pour les prochaines années ? Que le flux de naissances sera impacté à la baisse par tous les facteurs dont nous avons déjà parlé, mais qu'une remontée du taux de fécondité comme ce qui vient de se passer sur les années récentes pourrait contrecarrer cette évolution. Dans la suite de cette note, nous vous présenterons les projections selon l'hypothèse du scénario central et celle de fécondité haute.

■ Une certitude : la forte hausse du nombre de décès

Parallèlement à cette évolution des naissances, le nombre de décès devrait augmenter fortement entre 2030 et 2050 en raison des nombreux décès des premières cohortes de baby-boomers.

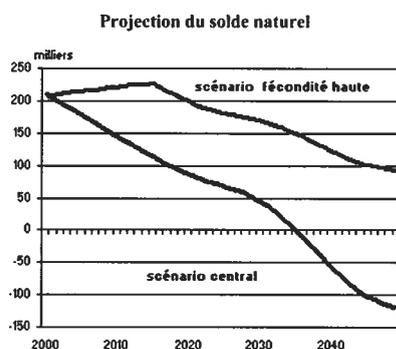


Source : projections Insee, France métropolitaine

L'évolution des décès est finalement peu impactée (à cet horizon) par le scénario retenu pour les naissances. L'augmentation de 38 % du nombre

de décès entre 2000 et 2050 dans le scénario central se retrouve dans les autres scénarios (notamment celui à fécondité haute) au moins en ordre de grandeur.

Ainsi, dans le scénario de fécondité haute, le solde naturel (naissances-décès) baisserait fortement, passant de plus de 200 000 personnes en 2000 à moins de 100 000 alors qu'il atteindrait - 120 000 dans le scénario central. Dans ce dernier scénario, le nombre de décès devrait dépasser le nombre de naissances à partir de 2035.



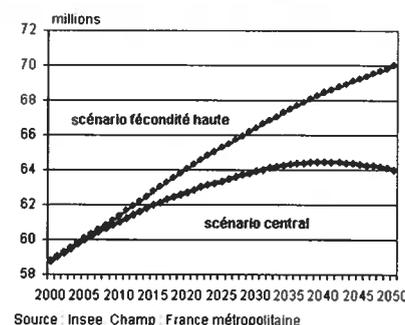
Source : Insee (réalité + projections) Champ : France métropolitaine

■ Quelle population en 2050 ?

Logiquement, les deux scénarios de l'Insee n'arrivent pas à la même conclusion en termes de population finale en 2050⁴. En retenant le scénario central, la population atteint son maximum en 2035 puis se met à baisser, tandis qu'avec le scénario de fécondité haute, la population continue à croître mais à un rythme de plus en plus faible.

Au final, la différence entre les deux scénarios est significative : 6 millions de personnes.

Projection de la population (France métropolitaine)

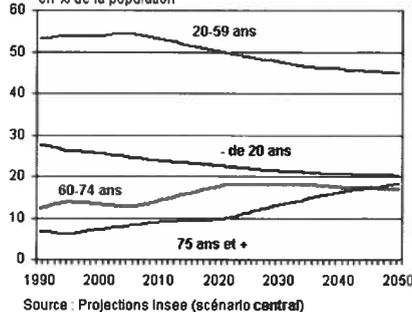


Source : Insee Champ : France métropolitaine

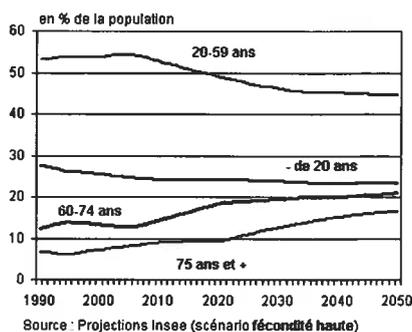
◆ La France qui vieillit

Quel que soit le scénario retenu, l'Insee valide un vieillissement de la population en raison de l'allongement de la durée de la vie mais, également, du remplacement aux âges élevés de cohortes faibles (générations 1925-1945) par des cohortes plus importantes (1945-1965). Bien entendu, dans le cadre du scénario à forte fécondité, le poids des personnes jeunes est un peu plus élevé en raison d'un flux

Répartition de la population par âge selon deux scénarios en % de la population



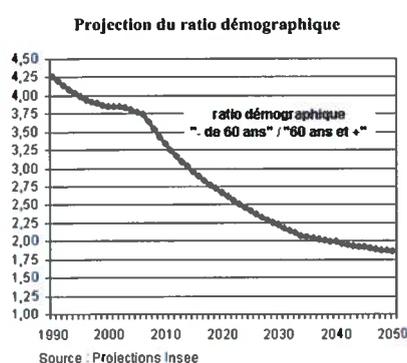
Source : Projections Insee (scénario central)



Source : Projections Insee (scénario fécondité haute)

de naissances important ; mais cela ne modifie la répartition qu'à la marge (effet de stock massif contre effet de flux limité).

Si l'on regarde le ratio démographique rapportant les moins de 60 ans aux personnes de 60 ans et plus, on voit - quel que soit le scénario - qu'il va passer d'environ 3,75 à 1,80 en 2050, soit une division par deux sur la période.



Cette évolution est à la base de tous les problèmes relatifs au financement des systèmes de retraite par répartition : de moins en moins de personnes en âge d'activité finançant de plus en plus d'individus en âge d'inactivité.

On notera que c'est à partir de 2006 que la population âgée de 20 à 59 ans ne va plus croître (c'est le papy-boom, traduction logique du baby boom qui a eu lieu 60 ans avant) et amorcer un retournement à la baisse ; en l'occurrence, le poids des personnes très âgées augmentera de manière importante. Si l'on compte aujourd'hui environ 14 000 centenaires, on en comptera 165 000 en 2050. Les personnes âgées de 90 ans et plus seront 2,2 millions en 2050 contre 500 000 aujourd'hui.

◆ Un vieillissement très répandu dans les pays industrialisés.

Bien entendu, de nombreux pays industrialisés devraient connaître un vieillissement de leur population en raison d'un allongement de la durée de vie assez bien partagé et des taux de natalité élevés observés après la Seconde Guerre mondiale.

Ainsi, on retrouve un taux de dépendance vieillesse (individus de 65 ans et plus rapportés aux personnes âgées de 20 à 64 ans) en forte hausse dans l'Union européenne. Les pays du Nord (Danemark, Norvège, Suède, Luxembourg) devraient être globalement moins touchés que les pays du Sud (Espagne, Grèce, Italie), l'Allemagne se situant dans la moyenne européenne et la France un peu en dessous.

Le ratio des États-Unis passerait d'un peu plus de 20 % aujourd'hui à un niveau compris entre 35 et 40 % en 2050 ; le Japon, dont le taux est aux environs de 30 % aujourd'hui (le vieillissement de sa population est déjà bien entamé) pourrait voir son taux progresser au-delà de 60 % en 2050.

◆ L'assurance devrait être impactée

Quel que soit le scénario retenu, la démographie française sera bouleversée dans les décennies à venir. Or, c'est l'ensemble des sphères financières, économiques et sociales - y compris l'assurance - qui seront impactées par ces transformations. Beaucoup d'organismes sont mobilisés pour essayer de prévoir d'ores et déjà les conséquences pour l'organisation de notre société, à l'image de la Commission européenne qui vient de lancer un livre vert sur le sujet ou du Conseil d'orientation des retraites dont on attend un nouveau rapport pour le second semestre.

Si l'assurance intervient dans tous les domaines, elle devrait être en première ligne face au défi du vieillissement. Ce phénomène ne doit pas être vu que sous l'angle négatif : il s'agit d'une transformation temporaire de notre société qui, si elle est anticipée, peut permettre à l'assurance de jouer pleinement son rôle. Nous n'allons pas ici quantifier les impacts pour les assureurs

Tableau 2. Projections du taux de dépendance vieillesse dans l'Union Européenne
(ratio des personnes de 65 ans et plus sur la population d'âge actif, de 20 à 64 ans)

	2000	2010	2020	2030	2040	2050
BE	29.5	31.1	38.0	48.8	53.5	52.0
DK	25.5	29.6	35.7	42.0	47.0	43.7
DE	28.0	34.1	38.6	50.3	57.0	56.1
GR	30.2	33.6	38.0	44.4	54.7	61.6
ES	28.7	30.7	35.2	44.7	59.8	68.7
FR	28.5	29.5	38.1	46.4	52.1	53.2
IRL	20.3	20.5	26.2	32.1	38.4	46.6
IT	30.7	35.5	42.1	52.9	67.8	69.7
LU	24.8	27.6	33.0	42.5	47.2	43.5
NL	23.1	26.2	34.7	44.2	50.1	46.9
AT	26.3	30.1	34.5	47.0	57.0	57.7
PT	26.7	28.5	32.2	37.2	46.3	50.9
FI	25.9	29.7	41.4	49.5	49.7	50.6
SE	30.9	33.8	39.8	45.4	48.9	48.5
UK	27.8	28.5	33.9	43.1	49.1	48.5
EU-15	28.3	31.4	37.3	46.8	55.0	55.9

Source : tableau 4.1.1, EPC (2000).

mais seulement poser les termes des débats à venir, et ce pour les quatre grands domaines d'intervention de l'assurance : assurance en cas de vie, assurance décès, assurance de santé et de dommages corporels, assurance de biens.

■ Quel niveau d'épargne ?

En ce qui concerne l'assurance en cas de vie, deux questions semblent primordiales. Le niveau d'épargne des ménages va-t-il évoluer ? La stratégie d'allocation de cette épargne va-t-elle se modifier ?

Au niveau du flux de placements financiers des ménages, un nombre très important de variables semble influencer. Le flux de placements est d'abord une fonction positive de l'endettement des ménages comme cela a été prouvé par le Bipe dans des travaux économétriques et confirmé par des travaux internes à la FFSA. Plus les ménages trouvent par l'endettement un financement à leur consommation ou à leur investissement immobilier, plus des sommes sont libérées pour des placements financiers.

Ainsi, sur les dernières années, les taux de long terme très bas ont incité les ménages à financer une part importante de leurs achats immobiliers par endettement, leur permettant de réduire leur niveau d'apport initial (et donc de conserver leur épargne financière).

En matière de prospective, certains économistes pensent que l'endettement des ménages français pourrait progresser dans les années à venir pour se rapprocher de standards

anglo-américains (c'est d'ailleurs la volonté du gouvernement au travers du développement du crédit hypothécaire). Cela viendrait logiquement soutenir le flux de placements financiers.

D'autres envisagent que le flux d'endettement pourrait baisser, le taux de détention d'un prêt étant limité après 60 ans (entre 57 et 70 % pour des ménages âgés entre 30 et 60 ans puis 37 % entre 60 et 70 ans et 14 % entre 70 et 80 ans).

Outre cet effet, le flux de placements financiers dépend de l'évolution de l'épargne déagée du revenu. Si l'on se réfère aux travaux économétriques de CDC Ixis, le taux d'épargne des ménages dépend de nombreux paramètres : taux d'inflation sur le long terme, pouvoir d'achat au moins à court terme. Plus ces déterminants sont élevés, plus le taux d'épargne est important. Les derniers travaux du Cor (Conseil d'orientation des retraites) montraient qu'il ne fallait pas attendre de fortes évolutions ni de l'un ni de l'autre pour la période 2005-2040 en raison d'une faible activité provenant elle-même de la baisse de la population active. En plus de ces variables, les modèles élaborés par CDC Ixis démontraient que le taux d'épargne dépendait significativement de la part des 40-59 ans (lien positif) et de la part des plus de 75 ans (lien négatif). Cette équation tendait à prouver que le taux d'épargne baisserait fortement en raison de la diminution du nombre de personnes âgées de 40 à 59 ans (ce qui devrait commencer à partir de 2006) et par l'augmentation des plus de 75 ans.

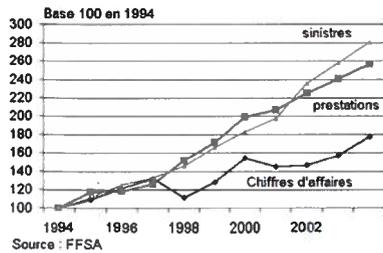
Difficile donc d'évaluer le niveau futur des placements financiers des ménages en raison des nombreux facteurs qui influenceront sur cette variable. Patrick Artus pense que notre taux d'épargne évoluera à la baisse dans les années à venir, à l'image de la baisse du taux d'épargne au Japon ces dernières années alors que la population de ce pays a pris de l'avance dans son processus de vieillissement.

■ Quel choix d'épargne ?

Difficile également d'imaginer les choix de placement des ménages à l'avenir... L'assurance vie - qui représente plus de 60 % du flux de placements financiers des ménages aujourd'hui - semble avoir plus à perdre qu'à gagner. En effet elle devra, comme tout produit qui a connu un fort développement, faire face à un flux de sortie de plus en plus important (les prestations représentaient, il y a dix ans, l'équivalent de 42 % du chiffre d'affaires contre 59 % aujourd'hui). Ainsi, les volumes d'arrivées à échéance et de rachats progressent à un rythme proche de celui du chiffre d'affaires sur les dix ou quinze dernières années. De plus, l'âge moyen des assurés augmentant, la probabilité de mortalité est également plus forte et les sinistres progressent rapidement...

La collecte nette (chiffre d'affaires - prestations), indicateur d'épargne nouvelle investie par les ménages, pourrait ainsi se retrouver sous pression dans les années à venir en

Évolution des indicateurs de l'assurance vie en France



raison de la hausse continue des prestations.

Il est plus aléatoire de faire une prévision sur le chiffre d'affaires. Certes les ménages investissent une part importante de leur épargne en liquidités (le livret A était encore cité par les ménages interrogés par l'institut CSA en 2004 comme le deuxième meilleur produit pour préparer la retraite). Il y a donc une marge de progression pour la collecte de l'assurance en cas de vie. Les ménages actifs ont compris qu'il leur était nécessaire de se constituer un complément de retraite pour pallier la baisse du taux de remplacement de leurs revenus et pour faire face au risque de longévité. Mais ont-ils les mêmes moyens financiers et les mêmes comportements que les actuels papy-boomers ? Une thèse discutant de ces effets générationnels est en cours à la FFSA.

D'autres questions se posent sur l'allocation d'actifs des assurés. Vont-ils choisir plutôt des supports risqués (supports en unités de compte), supposés plus rémunérateurs sur le long terme, ou des supports à taux garantis ? Là encore, Patrick Artus prévoit un impact négatif sur les évolutions boursières en raison des nombreux départs à la retraite dans les pays industrialisés qui conduiront

les assureurs et fonds de pensions mondiaux à vendre massivement une part de leurs actifs et donc des actions. Nul doute que ces évolutions guideront les choix des assurés.

■ Un besoin de prévoyance grandissant

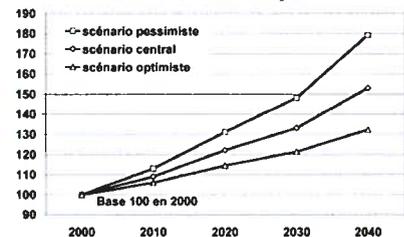
Si l'incertitude est réelle quant au développement futur de l'assurance en cas de vie, l'avenir semble plus porteur pour la prévoyance en cas de décès. L'accroissement du nombre de décès et l'allongement de la durée de vie décrits précédemment devraient inciter les familles à se protéger contre ce risque. Toutefois, le tabou existant sur ces questions en France ne permet pas pour le moment un réel décollage en la matière. Les contrats décès ont connu une forte progression ces dernières années mais principalement grâce aux contrats emprunteurs. Rien n'indique - compte tenu de ce que nous disions sur l'endettement précédemment - que ce phénomène continuera. En revanche, les nouvelles habitudes de vie au sein des familles (couple non mariés, PACS, développement des familles recomposées...) incitent à un développement des produits permettant de protéger un proche quel que soit le lien avec l'assuré. D'autre part, si la population globale vieillit, il y aura un impact positif sur le montant de la cotisation.

Dernier élément relatif aux assurances de personnes : les assurances santé et de dommages corporels. L'impact le plus sensible devrait se produire sur le rythme de crois-

sance des dépenses de santé et donc sur le rythme de progression des prestations des assureurs santé. Comme pour l'épargne, le débat faire rage. Les dépenses de santé étant très importantes en fin de vie, certains prévoient une très forte augmentation. D'autres, revenant sur l'amélioration des conditions de vie aux âges élevés, prévoient une progression moins soutenue. Les facteurs déterminants devraient être le développement technologique (médicaments, nouvelles méthodes...) et son ratio coûts/bénéfices, les efforts de prévention, les comportements générationnels, voire l'apparition de nouvelles maladies...

Seul le développement de la dépendance paraît inéluctable. Les contrats d'assurance dépendance devraient donc trouver un marché porteur puisque la Drees attendait dans une étude de 2004 une progression allant de + 30 à + 80 % du nombre de personnes dépendantes à horizon 2040.

Projection du nombre de personnes âgées dépendantes (GIR 1 à 4) de 60 ans ou plus



Source : Drees

Au cœur du phénomène, les assurances de personnes ne devraient toutefois pas être les seules impactées par le vieillissement de la population. Ainsi, les assurances de dommages aux biens des particuliers pourraient également subir des conséquences même si elles

apparaissent moins importantes. Si les migrations régionales prévues par l'Insee ou le Bipe devaient avoir un impact marginal sur les contrats d'assurance habitation (MRH), les assurances automobiles devraient être plus touchées. En effet, la sinistralité en automobile est très différente selon l'âge du conducteur. La progression de l'âge moyen de la population avec des conducteurs très âgés et moins de jeunes conducteurs en proportion aura certainement un impact qu'il convient d'analyser avant de savoir s'il sera positif ou négatif. Le développement des contrôles médicaux pour les personnes âgées pourrait réduire les coûts mais aussi limiter l'accès au permis et donc impacter les cotisations.

Les assureurs vie ont connu ces vingt dernières années une croissance importante, en raison des besoins de complément de retraite des ménages et d'une réallocation de leur actif très liquide vers des produits de long terme mieux rémunérés. Même s'il reste une marge de progression du chiffre d'affaires, les assureurs vie devront faire face à des prestations de plus en plus importantes. À l'image des dernières années avec la généralisation des multisupports, des fonds à formules, des garanties plancher, l'innovation produits sera peut-être la clé de leur développement futur. Ils pourraient trouver également des relais de croissance avec l'exploitation du besoin de prévoyance qui devrait naturellement se développer aussi bien au niveau du risque décès que du risque santé et accidents. Les

assureurs sont devant une transformation radicale de la société qui débutera l'année prochaine et qui devrait durer quelques dizaines d'années. Un aléa de plus à gérer.

Notes

1. *Ces progrès se voient avec la progression de l'espérance de vie à des âges élevés mais aussi avec la réduction de la mortalité infantile au cours du XX^e siècle. On voit sur le second graphique que la durée de vie attendue à un an était jusqu'à une période récente nettement supérieure à celle attendue à la naissance, situation qui n'existe plus.*

2. *Ces indicateurs font l'objet de débats pour savoir lequel représente le mieux le non renouvellement des générations. Il est conseillé de les analyser avec prudence et plutôt sur leur tendance de moyen terme.*

3. *Le graphique retrace le taux de primo-nuptialité féminine (pour 100 femmes) et le taux de divorcialité (nombre de divorces pour 100 mariages).*

4. *Ces deux scénarios sont basés sur un flux migratoire de +50 000 personnes chaque année.*

Bibliographie thématique

BRUTEL, Chantal, OMALEK, Laure, Projections démographiques pour la France, ses régions et ses départements à horizon 2030/2050 (Insee résultats n° 16).

BRUTEL, Chantal, La population de la France métropolitaine en 2050 : un vieillissement inéluctable (Insee, Économie et statistiques n° 355-356).

RICHEL-MASTAIN, Lucile, Bilan démographique 2004 (Insee Première, n° 1004).

VALLIN, Jacques et MESLÉ, France, Tables de mortalité françaises pour les XIX^e et XX^e siècles et projections pour le XXI^e siècle (Ined).

BLANCHET, Didier, Le vieillissement de la population active : ampleur et incidence (Insee, Économie et statistiques n° 355-356).

NAUZE-FICHET, Emmanuelle, LERAIS, Frédéric, LHERMITTE, Stéphane, Projections de la population active 2003-2050 (Insee résultats n° 13).

NAUZE-FICHET, Emmanuelle, Projections de population active en 2050 : l'essoufflement de la croissance des ressources en main-d'œuvre (Insee, Économie et statistiques n° 355-356, 2002).

DESEQUELLES, Aline, Le vieillissement démographique dans les pays développés (Insee).

MONNIER, Alain, La construction démographique de l'Union européenne (Ined, Population et sociétés n° 330).

UNITED NATIONS (Department of Economic and Social Affairs, Population Division), World Population in 2300.

CHAUVIN, Valérie, PLANE, Mathieu, 2000-2040 : Population active et croissance, (OFCE).

DELLIS, Arnaud, PESTIEAU, Pierre, Croissance économique et croissance démographique.

KOHL, Richard, O'BRIEN, Paul, The Macroeconomics of ageing, pensions and savings : a survey context (OECD, economics department working papers n° 200).

TURNER, Dave, GIORNO, Claude, DE SERRES, Alain, VOURC'H Ann, RICHARDSON, Pete, The Macroeconomic Implications of ageing in a global context (OECD, economics department working papers n° 193).

ARTUS, Patrick, Clarifier les relations entre vieillissement, rendement et prix des actifs financiers (flash, CDC Ixis).

DAURIOL, Julie, Le passage à la retraite des papy boomers et leurs comportements d'épargne (thèse Université Paris Dauphine - à paraître).

CDC IXIS, Pyramide des âges et épargne des ménages en France (revue semestrielle, 1999).

HAUTCOEUR, Pierre-Cyrille, LE QUÉRÉ, Françoise, Vieillesse, épargne et système financier : l'expérience française au XIX^e siècle.

BONTOUT, Olivier, COLIN, Christel et KERJOSSE, Roselyne, Personnes âgées dépendantes et aidants potentiels : une projection à l'horizon 2040, (Drees).

DUÉE, Michel, REBILLARD, Cyril, La dépendance des personnes âgées : une projection à long terme (Insee).

GRIGNON, Michel, Les conséquences du vieillissement de la population sur les dépenses de santé (Credes).

SERMET, Catherine, Démographie, santé et soins des personnes âgées : état des lieux et perspectives (Credes).

Du risque pays au risque stratégique : une nouvelle problématique

Dr Seddik Larkeche

Professeur à l'ESC Saint-Etienne

Le phénomène de la mondialisation enclenché depuis près de cinquante années, et révélé depuis ces vingt dernières années, a entraîné de profonds bouleversements, tant sur les pays que sur les entreprises. La complexité des sociétés a généré des systèmes où l'incertitude et le risque sont omniprésents, et où les systèmes techniques sont de plus en plus performants (communication, information). Cette double orientation influe sur la nature même du risque. En effet, les organisations développent des stratégies particulières pour s'orienter vers une gestion différente du risque. La mondialisation de l'économie a généré plusieurs conséquences, en particulier, une concurrence intense, une complexité des systèmes et une multiplication des risques. Cette omniprésence des risques touche l'ensemble des sociétés avec un risque récurrent qui prend une ampleur considérable depuis la fin du bipolarisme, en l'occurrence, le risque politique. Le risque politique s'est révélé d'une manière extraordinaire avec les événements tragiques du 11 septembre 2001. La dimension politique nous impose de mieux comprendre l'influence de ce facteur sur la sphère économique et, en particulier, sur le positionnement stratégique des entreprises face au risque politique. La littérature nous précise l'absence

de théorie clairement identifiée ; c'est pourquoi nous tenterons d'apporter de nouvelles connaissances sous le vocable de « *approche organisationnelle* ». *Cette notion semble appropriée, car l'ensemble de ces nouveaux apports est relié à la structuration des organisations face au risque politique.*

■ Les transformations du risque politique

Cette approche organisationnelle esquisse les fondements d'une approche risque liée à l'environnement actuel qui est en pleine mutation, tant au niveau des échanges qui se mondialisent que des organisations qui développent des stratégies particulières pour s'insérer dans ce nouveau cadre.

■ Le passage du risque politique au risque projet

La tendance actuelle se focalise sur le risque projet et non plus sur le risque pays (H. Benmansour, C. Vadcar, 1996), en particulier parce que les organisations ont pris conscience qu'il pouvait y avoir de bons risques dans les pays dits à haut risque et de mauvais risques dans les pays dits non risqués. Cette approche semble être confirmée par des auteurs comme B. Pras (1980). Cette dimension dynamique de

l'appréciation du risque à l'international semble être appuyée par d'autres auteurs comme B. Marois (1990) : cette évolution dans l'appréciation du risque politique est essentielle car elle nous éclaire sur les motivations des organisations dans les environnements turbulents, permettant de mieux comprendre le positionnement de certaines firmes dans les environnements. La « focalisation » des entreprises sur les risques projets, et non plus sur les risques politiques, sous-tend que le choix d'internationalisation dans des environnements turbulents pourrait être d'abord motivé par des critères microéconomiques relatifs au projet et non plus sur des considérations macro-politiques. Nous sommes en train de passer d'une logique générale, où le risque politique primait, à une logique microéconomique principalement guidée par la rentabilité des projets. *Cette démarche a pour principal cadre de référence le projet microéconomique. Dans ce sens, le choix stratégique d'une firme d'investir dans un environnement turbulent pourrait exister dans la mesure où le projet en question répondrait aux critères économiques de rentabilité de l'entreprise.* Ainsi, le choix d'investissement privilégierait les aspects techniques (qualité du projet) plutôt que l'approche risque pays, trop générale, et surtout en décalage avec les réalités

économiques des entreprises, en particulier en termes d'opportunités. Le passage des investisseurs d'une approche macro-économique - principalement basée sur des sources classiques (postes d'expansions économiques, banques, assurances) - à une approche plus microéconomique concernant leur gestion du risque politique favorise l'éclosion de cabinets très spécialisés, capables de mieux appréhender les différentes opportunités à travers le monde, y compris dans les environnements turbulents. Cette nouvelle dimension dans la conception du risque politique permet d'apporter des éléments de réponse à la question de l'influence du risque comme frein au développement des organisations, en particulier des entreprises.

Le risque projet primant sur le risque politique général, les entreprises pourraient investir dans les environnements turbulents en fonction des rentabilités escomptées. En ce qui concerne les considérations générales d'appréciation, l'analyse risque pays des agences spécialisées semblerait être nettement orientée vers les sociétés d'assurances qui fixent les différents taux de primes des exportateurs. Ces analyses constitueraient pour les entrepreneurs des outils indicatifs et non plus des outils pertinents pour les firmes dans leur choix de localisation (C. Schmidt, 1996). Cette approche novatrice du risque politique permettrait de mieux cerner la présence de nombreuses entreprises étrangères dans des régions risquées. *Cette nouvelle dimension dans le traitement du*

risque à l'international reste toutefois à nuancer, en particulier sur le dosage délicat entre deux risques inéluctablement imbriqués - le risque projet et le risque politique - dans le choix d'internationalisation. En effet, la combinaison de ces deux risques n'est pas abordée dans la littérature et peut constituer une piste pertinente de recherche future pour mieux comprendre le phénomène de l'internationalisation dans les environnements turbulents. *Nous tenons à cette nouvelle explication : relier aux premières définitions, en particulier celle qui sous-tendait à la notion de risque, une possibilité de connotation positive. Dans ce sens, l'acception du risque comme élément strictement négatif peut être remplacée par une définition plus large qui englobe l'ensemble des éventualités (négatives et/ou positives).* En résumé, la nouvelle donne environnementale nous éclaire sur la position du risque politique, en particulier sur sa nature et plus précisément sur son influence sur les organisations. Les raisons s'articulent autour de plusieurs phénomènes :

la vision macro ne reflète plus la réalité des affaires et les entreprises sont plus sensibles aux qualités techniques des projets qu'aux considérations générales des évaluations politiques ;

la capacité des entreprises à impulser des dynamiques organisationnelles pour faire face au risque projet ;

l'existence de bons risques dans les environnements turbulents influe sur le comportement des managers à l'international, en particulier en termes de choix stratégiques.

Ces nouvelles données dans l'explication du risque à l'international ont fait prendre conscience à certaines firmes de la pertinence de faire le choix stratégique d'investir dans les environnements turbulents, surtout lorsque des marchés porteurs existent.

■ L'existence de marchés porteurs dans les environnements turbulents

Les différentes théories de l'investissement international ont très souvent cantonné les entrepreneurs dans une position d'acteurs ayant une approche très figée face au risque lorsqu'il n'existe que dans une vision étroite, c'est-à-dire comme un facteur négatif dont il faut se méfier, car fortement constitué d'incertitudes. Ces modes de pensée ont représenté une certaine réalité des comportements des managers à l'international. Cependant, ces approches ont sous-estimé fortement la démarche entrepreneuriale des investisseurs, en particulier dans leur capacité à prendre des risques, c'est-à-dire à pouvoir se projeter dans des situations où l'incertitude est présente et où les résultats ne sont pas garantis (J. Stephens, 2001). *Dans cette direction, la vision dynamique ou plurielle des risques actuels a poussé les entrepreneurs à décloisonner cette notion en y intégrant ces zones d'incertitude et la complexité environnementale, confirmant une vision active de ce facteur.* Cette idée de départ est essentielle pour

comprendre le positionnement des acteurs face aux enjeux de la société actuelle où le risque politique tient une place prédominante. En effet, la réalité microéconomique des affaires nous éclaire sur un positionnement nouveau des firmes, en particulier en termes de polarisation des investissements. Cette démarche s'exprime par la concurrence de plus en plus rude que les entreprises se livrent au niveau mondial, qui pousse les firmes à la recherche de marchés partout dans le monde, y compris dans les environnements turbulents où des opportunités existent. La prise de conscience de marchés porteurs dans les régions turbulentes a conditionné les firmes pour repositionner leur évaluation du risque à l'international en le considérant *non plus uniquement comme un facteur strictement négatif, mais aussi comme un moyen d'accaparer certains marchés potentiels*. Aujourd'hui, de nombreux pays turbulents représentent des sources de profits considérables pour des entreprises internationales. Nous pensons tout particulièrement à certains secteurs tels que les hydrocarbures ou autres matières premières, représentant des volumes financiers importants. La présence de multinationales dans des environnements turbulents comme l'Afrique (Algérie, Gabon, Libye, Nigeria) ou le Moyen-Orient (Iran, Afghanistan, Turquie, Liban) est significative à cet égard.

Pour ces raisons, il semble utile de faire évoluer l'appréciation du risque à l'international. Cette évolution dans l'appréciation du

risque politique est essentielle car elle nous éclaire sur les motivations réelles des entreprises dans les environnements turbulents, laissant une ouverture pertinente à la problématique de recherche.

■ La capacité des firmes à optimiser le risque politique

Cette nouvelle donne mondiale a également influé sur l'état d'esprit des entrepreneurs qui ont fait évoluer leur positionnement face à ce facteur, passant d'une approche traditionnelle, où l'aversion et l'intégration dans le meilleur des cas étaient de mise, à une approche plus active. *Ce facteur risque est désormais géré (approprié) d'une manière dynamique en mettant tous les moyens, en particulier en termes de gestion opérationnelle, afin de l'optimiser* (J.-F. Rerolle, 2002). L'idée nouvelle que nous ressentons quant à l'optimisation des risques pousse à faire un parallèle avec la théorie des coûts, par des auteurs comme H. Savall et V. Zardet (1989) qui ont su, en leurs temps, faire évoluer l'idée sur ces facteurs, passant d'une phase de minimisation à une phase d'identification et, par prolongement, d'optimisation. *Le nouveau contexte mondial pousse à reconsidérer le risque dans la gestion des firmes, en ne le cantonnant plus à une approche passive mais dans une démarche dynamique où il est intégré, géré et optimisé* (S. Larkeche, 1997). Cette nouvelle dimension induit une dynamique, en termes

de gestion, où les différentes sphères opérationnelles de la firme sont pensées stratégiquement afin de répondre à une efficacité optimale. Cette idée est centrale dans l'analyse car elle fonde cette nouvelle problématique du risque, en cohérence avec l'environnement général, et, surtout, permet aux firmes d'approfondir les notions de performance, en particulier dans les environnements turbulents à l'international. *Ainsi, le traitement risque connaît actuellement une évolution certaine, en particulier parce que ce facteur prend une ampleur considérable avec la complexité des systèmes, passant d'une approche statique fortement connotée négativement à une approche dynamique, décloisonnant ce facteur en lui donnant une nouvelle dimension stratégique.*

■ Du risque politique au risque stratégique

Ces connaissances sont principalement reliées à l'évolution du facteur risque politique permettant de passer un palier supplémentaire sur sa nature, et surtout sur sa portée, en tant que facteur non plus strictement négatif ou neutre mais comme élément pouvant être utilisé afin de développer des stratégies de différenciation. Ce passage répond au nouveau contexte international, à la fois en termes de multiplication des risques mais aussi dans les solutions originales impulsées par différents acteurs, contraints de cohabiter d'une manière plus étroite avec ce facteur.

■ L'intégration du risque comme moyen stratégique dans le jeu concurrentiel

Dans ces nouvelles connaissances, l'analyse stratégique est incontournable en particulier sur la dynamique de la firme où de grands auteurs comme M. Porter (1986) ont apporté une contribution importante au positionnement stratégique de l'entreprise dans le jeu concurrentiel. *Toutefois, ces théories sur l'analyse stratégique présentent également quelques limites, en particulier sur le lien avec la thématique développée. En revanche, Porter semble avoir fortement minimisé l'influence de la donne environnementale et de la turbulence des marchés où les notions de complexité, de risque de marché ou de risque pays sont quasi inexistantes.* Dans cet aspect des choses, cet auteur semble avoir sous-estimé la portée de la différenciation, ou plutôt l'a enfermée uniquement dans une approche marketing, c'est-à-dire en termes de services ou de marques liées aux produits. On aurait pu penser que la différenciation pouvait être insérée d'une manière plus centrale au niveau du positionnement stratégique de la firme. *Plus précisément, une firme peut décider de se différencier de ses autres concurrents en faisant le choix stratégique d'aller là où les firmes ont peu d'engouement, en particulier dans les environnements turbulents, source d'une extraordinaire avance sur la concurrence présente.* Dans cette direction, M. Porter ne semble pas nous éclairer sur l'impor-

tance d'un secteur sous contrainte environnementale.

Il l'occulte de son analyse et n'arrive pas à combiner les transformations du système actuel, la pratique effective des firmes et les nouveaux fondements de l'avantage concurrentiel où la contrainte environnementale peut être un support puissant d'accélération dans ce même jeu concurrentiel. De plus, lorsque cet auteur aborde la notion de risque, il ne l'aborde que dans une dimension figée et négative, et non pas dans une dynamique qui permettrait d'ouvrir les possibilités des firmes, en particulier en termes d'orientation stratégique et donc de portée positive dans les environnements turbulents. Enfin, nous pouvons préciser qu'une des grandes spécificités de l'analyse stratégique de Porter est qu'elle introduit l'importance des facteurs risque et incertitude (sans les distinguer) dans la nouvelle donne mondiale *pour les recentrer uniquement sur des techniques opérationnelles (scénarios)* qui ne révèlent pas la complexité du management des entreprises. Son analyse occulte également le rapport dynamique entre le risque et l'entrepreneur, et surtout *ne l'insère pas dans les stratégies internationales et donc dans la dynamique concurrentielle mondiale.*

■ Le concept de risque stratégique

Pour tenter de répondre à certains questionnements liés à la démarche et au positionnement stratégique, il semble utile de prolonger les con-

naissances en essayant d'intégrer la nouvelle donne environnementale.

En effet, pour faire face aux transformations profondes que connaît l'économie mondiale - les environnements turbulents y occupant une place importante -, les entrepreneurs semblent avoir adapté leurs stratégies internationales permettant d'intégrer le risque dans leurs différentes phases de développement. Dans cette direction, la perception du risque politique est en train d'évoluer fortement principalement à deux niveaux :

Tout d'abord, il existe des opportunités d'affaires dans les environnements turbulents et il est de plus en plus difficile de les ignorer dans un monde où la concurrence est des plus rudes.

Ensuite, l'apport le plus important de ces nouvelles connaissances semble être lié à la nature de la connotation du risque politique, où ce facteur ne serait plus uniquement cantonné à une dimension négative mais, au contraire, pourrait être source d'opportunités pour les entreprises dans leurs luttes concurrentielles (S. Larkeche, 1998).

En effet, certaines entreprises prennent conscience que faire le choix stratégique d'investir dans un environnement turbulent, à un moment où les autres concurrents ont choisi le désengagement, peut être d'un apport considérable en termes de profitabilité pour les entreprises investisseuses (J.-F. Rerolle, 2002). *En d'autres termes, le risque ne serait plus cantonné à une dimension purement passive, mais serait considéré comme un*

moyen puissant de construire un avantage concurrentiel sur les autres firmes. Le risque deviendrait stratégique (S. Larkeche, 1998), - à ne pas confondre avec le concept d'« incertitude stratégique » utilisé dans le monde de la finance pour justifier les interactions entre les agents privés et les autorités monétaires afin d'influer sur les politiques monétaires. Cette notion de risque stratégique serait plus à rapprocher du concept de « prime de risque » (J.-P. Gayant, 2001) précisant une certaine forme de récompense (en l'occurrence un profit pour la firme) dans la non aversion de ce facteur. Il est nécessaire de relier cette notion de risque stratégique à la dimension environnementale, c'est-à-dire au risque politique, ce qui nous a portés à nous différencier de l'analyse de J.-P. Gayant (2001). Dans une autre dimension, on peut évoquer le concept de risque stratégique pour obtenir un profit plus élevé, avec l'idée que les bons managers sont ceux qui placent l'entreprise principalement dans la démarche de maximisation des profits et de minimisation du risque (D. Lacoste, 1997). Dans ce cadre, *cette liaison entraîne une relation négative entre le facteur risque et le profit, c'est-à-dire l'opposé de notre approche qui tente de créer un lien dynamique entre la dimension stratégique et le risque.* En effet, deux éléments fondamentaux nous distinguent de ce courant théorique issu de la théorie financière développée par des auteurs comme A. Bowman (1980). *Le premier élément* est relatif à la relation positive que nous créons

entre le risque et le profit, permettant de les insérer dans une forme de binôme dynamique ne visant plus la minimisation du facteur risque, mais son optimisation.

Le second élément significatif est notre liaison avec la dimension environnementale et, en particulier, le risque politique, permettant d'insérer les choix stratégiques des firmes non pas coupés du contexte socio-politique qui les entourent mais, au contraire, comme des acteurs participant à la nouvelle donne mondiale.

En résumé, il est nécessaire d'insérer cette notion de risque stratégique non dans une relation négative avec le profit, principalement articulée autour de la dimension financière, mais plutôt dans une démarche environnementale et stratégique : *environnemental* afin de focaliser la teneur de ce concept sur l'influence du risque politique et *stratégique* afin d'impulser une relation dynamique entre le risque et le profit où *l'optimisation de ce facteur est centrale.* *Nous pouvons définir ce nouveau concept de risque stratégique comme le moyen d'utiliser l'incertitude présente dans le facteur risque pour développer un avantage par rapport à la concurrence.* Cette définition nous permet d'insérer ce concept de risque stratégique comme facteur cohérent avec l'environnement interne et externe de la firme, où la notion d'incertitude est centrale dans la mesure où c'est elle qui oriente la capacité de l'acteur à disposer de ce facteur comme moyen dynamique. En d'autres termes, la capacité de gestion de l'incertitude permet à la firme

d'utiliser le risque comme moyen stratégique dans le jeu concurrentiel afin de répondre aux ambitions de l'organisation. Ce dernier corps de connaissances constitue un des fondements de l'analyse et se retrouve en décalage avec les théories classiques et néo-classiques de l'investissement international. En effet, ces théories ont très longtemps négligé la capacité des dirigeants à prendre des risques, en particulier d'investir dans les environnements turbulents, mais aussi et surtout à inscrire le risque politique dans une dimension dynamique, c'est-à-dire comme moyen d'intervention sur un marché (V. de La Bachelierie, 2002).

■ Synthèse du concept de risque stratégique

Cette approche considère le risque politique non plus comme un frein dans l'internationalisation de certaines entreprises, mais aussi comme un éventuel accélérateur pour se positionner d'une manière avantageuse sur un marché. Dans ce sens, la littérature en sciences de gestion, notamment des auteurs comme Ansoff (1989) ou Porter (1988), a fortement contribué à une meilleure compréhension de l'internationalisation des firmes, en particulier en termes d'analyse concurrentielle et d'avantages spécifiques.

Force est de constater que ces auteurs ont peu abordé ce facteur risque dans sa dimension dynamique, variable clé du nouveau cadre environnemental où la mondialisation et la complexité des systèmes sont omniprésentes. *La très forte aversion*

au risque des théoriciens, souvent plus importante que pour les praticiens eux-mêmes, explique l'actuel décalage avec la réalité économique. En effet, le cloisonnement du risque comme notion strictement négative ne pouvant pas participer au développement de l'entreprise est en train de « se faire dépasser » par la pratique du monde économique. Les entrepreneurs confrontés à la réalité économique, et donc à l'omniprésence des risques, se positionnent plus désormais sur la possibilité de développer une niche de marché que sur le constat d'une omniprésence des risques. Cette démarche nouvelle introduit le concept de risque stratégique comme la présence de difficultés qui influent fortement sur les acteurs, où tous ne réagiront pas de la même manière en fonction des objectifs stratégiques de la firme et de la position dans le jeu concurrentiel (importance des challengers dans l'adoption du risque comme opportunité et non plus comme frein).

Bibliographie

- ANSOFF, H.-I., Stratégie de développement de l'entreprise, Éditions d'Organisation, Paris, 1989.
- BENMANSOUR, H., VADCAR, C., Le risque politique, Dialogues Éditions, Paris, 1996.
- BOWMAN, A., *Risk/return paradox for strategic management*, *Sloan Management Review*, pp. 17-31, avril, 1980.
- DE LA BACHELERIE, V., Une approche globale des risques, in *Ernst & Young, Risques et opportunités*, 2002.
- GAYANT, J.-P., Risque et décision, Éditions Vuibert, Paris, 2001.
- LACOSTE, D., Risque stratégique et rentabilité : un modèle pour expliquer le paradoxe de Bowman, *Revue Française de Gestion*, n° 114, pp. 5-14, juin-juillet-août, 1997.
- LARKECHE, S., L'entreprise et le risque Algérie, *Journal Les Échos*, 20 novembre, 1997.
- LARKECHE, S., *On the new problem of political risk, the example of the oil market in Algeria in New strategies for a changing commodity economy, the use of modern financial instruments, selected papers prepared for the partners for development summit, United Nations*

Conference and Development, Lyon, pp. 191-194, November, 1998.

- MAROIS, B., Le risque pays, Éditions Presses Universitaires de France, 1990.
- PORTER, M.-E., L'avantage concurrentiel, Éditions InterÉditions, Paris, 1986.
- PORTER, M.-E., Choix stratégiques et concurrence, Éditions Économica, Paris, 1988.
- PRAS, B., Les firmes multinationales face au risque, Éditions Économica, Paris, 1980.
- REROLLE, J.-F., L'incertitude de la valeur, la valeur de l'incertitude, in *Ernst & Young, Risques et opportunités*, 2002.
- SAVALL, H., ZARDET, V., Maîtriser les coûts et les performances cachés : le contrat d'activité périodiquement négociable, Éditions Économica, Paris, 1989.
- SCHMIDT, C., Une nouvelle problématique des anticipations : risque et incertitudes, in *Cova B., WICHAM, S. (dir), Stratégies d'incertitude*, Éditions Économica, Paris, 1996.
- STEPHENS, J., *Managing commodity risk - The institute of internal auditors, United Kingdom and Ireland, John Wiley & sons, Ltd*, 2001.

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

N°	THÈME	Prix euros	
		FRANCE	EXPORT
Numéros disponibles			
3	Les visages de l'assuré (2 ^e partie)	19,00	19,00
6	Le risque thérapeutique	19,00	19,00
7	Assurance crédit/Assurance vie	19,00	19,00
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 (1 ^{re} partie)	29,00	29,00
23	L'assurance dans le monde (2 ^e 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 épuisés

1	Les horizons du risque
2	Les visages de l'assuré (1 ^{re} partie)
4	La prévention
5	Age et assurance
8	L'heure de l'Europe
9	La réassurance
10	Assurance, droit, responsabilité
12	Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?
17	Dictionnaire de l'économie de l'assurance
36	Rente et risque. Le risque pays. Risque et environnement
39	Santé : une réforme de plus ? Internet et assurance. Perception du risque

N°	THÈME	Prix euros	
		FRANCE	EXPORT
Numéros disponibles			
40	XXI ^e 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 equity. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50	35,00
61	Bancassurance. Les agences de notations financières. L'Europe de l'assurance.	33,00	37,00

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 2005 n° 61 à n° 64 FRANCE 125 € EXPORT 142 €*

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 :

Sedita

9 rue d'Enghien

75010 Paris

Tél. 01 40 22 06 67

Fax 01 40 22 06 69

Courriel : info@sedita.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 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

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

Seddit

9, rue d'Enghien

75010 Paris

Tél. [33] 01 40 22 06 67

Fax [33] 01 40 22 06 69

Courriel : info@seddit.com

Abonnement

Prix de l'abonnement (4 n^{os}) Année 2005

France 125 €

Étranger 142 €

Vente au numéro

Prix au numéro

France 33,00 €

Étranger 37,00 €

Photocomposition, photogravure, impression

Jouve

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

CPPAP : 1107 T 82453

Dépôt légal : Mars 2005

ISSN : 1152-9253

Risques

Les cahiers de l'assurance

1. Société

La bancassurance

2. Techniques

Quelles exigences pour la notation financière ?

3. Analyses

L'Europe de l'assurance existe-t-elle ?

4. Chroniques

Actualité

Droit

Histoire

5. Études