

LA DÉMUTUALISATION

STÉPHANE MOTTET*

La démutualisation désigne le processus par lequel une société mutuelle change de statut juridique et se transforme en société cotée. Ce processus n'est pas inédit : ces mouvements de démutualisation se sont produits par vagues dans différents pays par le passé. Au début du XX^{ème} siècle, la tendance était plutôt inverse : les compagnies cotées se transformaient en mutuelles. Les exemples sont nombreux, en particulier aux USA : Équitable, créée en 1859, sous forme d'une société cotée, se transforme en société mutuelle en 1918, puis décide de se démutualiser en 1992. De même, MetLife et Guardian Life, au départ sociétés cotées, se sont transformées en sociétés mutuelles en 1915 et en 1924¹ : la loi américaine, au début du XX^{ème} siècle, avait favorisé ce processus. De même, la loi britannique de 1987 a probablement facilité l'essor de la démutualisation. *A contrario*, en France, du fait de l'existence du « verrou juridique » français, il est difficile de démutualiser au sens strict. Cependant, l'aspect réglementaire, s'il peut être facilitateur, ne saurait être une explication unique suffisante, s'il n'existe pas, par ailleurs, des incitations économiques pour profiter de ce cadre juridique.

Les motivations économiques de la démutualisation sont d'abord liées aux évolutions récentes : déréglementation, euphorie des marchés financiers, rapprochement des métiers de la banque et de l'assurance, ouverture internationale (très sensible en Europe)... Ces évolutions se traduisent par des rapprochements au niveau national et transnational - sous la forme de fusions-acquisitions, ou d'accords de coopération -, dans le but affiché d'atteindre une taille critique et de réaliser des économies d'échelles.

Les démutualisations actuelles suscitent des réactions contrastées². Au-delà du débat juridique ou économique, il s'agit aussi, plus

* Directeur de l'IRIAF, Niort ; membre du CRIEF-MOFIB, Université de Poitiers. L'auteur remercie A.G. Vaubourg pour ses remarques. E-mail : sm@dug.chanzzy.univ-poitiers.fr

profondément, d'une question sur les valeurs défendues par les sociétés mutualistes. Certains, en France et en Europe, y voient la lutte entre deux modèles, dont les conséquences sur les valeurs mutualistes pourraient être néfastes³. En réaction à cette tendance parfois perçue comme une menace, l'ACME (Association des assureurs coopératifs et mutualistes européen) a par exemple réagi en publiant un rapport très complet sur le phénomène, qui conteste la pertinence des arguments avancés pour inciter les sociétés mutuelles à changer de statut juridique.

Les mutuelles se distinguent fondamentalement des sociétés anonymes par l'accent mis sur « ces valeurs, plus difficiles à cerner, que sont l'éthique, la solidarité, la communauté d'intérêts... » (Lettre du Gema, 2001). En effet, contrairement à une SA, une mutuelle d'assurance n'a pas de capital social ni d'actions conférant un droit de propriété.

Par ailleurs, un sociétaire n'est pas un simple client : il s'engage à respecter et à préserver l'éthique mutualiste.

Ce « pacte moral » se traduit concrètement par des spécificités très marquées :

- « un homme, une voix » ;
- pas d'actionnaires à rémunérer.

Cet article présente tout d'abord l'ampleur du phénomène de démutualisation, puis, dans un deuxième temps, en analyse les raisons économiques.

LES FAITS : AMPLEUR DE LA DÉMUTUALISATION

Les modalités de la démutualisation sont simples : sur proposition des administrateurs ou des adhérents, la conversion est mise à l'ordre du jour de l'AG. La vraie question porte en fait sur la répartition des excédents :

- soit ils sont répartis entre les adhérents/sociétaires sous forme de titres ou d'espèces (cas du Royaume-Uni⁴);
- soit ils sont reversés à des organismes caritatifs (cas de la France).

Une alternative, moins radicale, est de créer une *Mutual Holding Company* (ou société mutuelle de holding) : dans ce cas, la mutuelle crée une filiale société anonyme, cotée, et y transfère tout ou partie de ses activités. Aux États-Unis, cette démarche, très utilisée, est souvent qualifiée de démutualisation « partielle ». Néanmoins, si une partie importante des activités, souvent les plus rémunératrices, est désormais cotée, il ne s'agit pas d'une démutualisation au sens strict : en effet la filiale reste (en général) sous le contrôle total de la mutuelle, puisque moins de la moitié du capital est mis sur le marché. Cette entité a donc une fonction purement financière (lever des fonds, faciliter la croissance externe) : on parle souvent de « véhicule coté ».

Cette structure n'est cependant pas neutre pour le fonctionnement de la mutuelle : elle peut occasionner une dilution des intérêts des membres de la mutuelle et les déposséder de certains droits (Yepes, 1999).

Hors d'Europe

La vague de démutualisation que nous connaissons actuellement est un *trend* entamé vers la fin des années 1980, particulièrement dans les pays anglo-saxons. Hors d'Europe, cette tendance a été très marquée, comme au Canada ou en Afrique du Sud ; en Australie, les mutuelles ont même quasiment disparu (cf. tableau n°1).

Le mouvement de démutualisation commence aussi à affecter le Japon. Daido Life est sur le point de se démutualiser (une première depuis la fin de la deuxième guerre mondiale au Japon). D'autres compagnies devraient suivre dans les mois à venir.

Tableau n°1
Démutualisations récentes les plus importantes (hors Europe) -
secteur des assurances

	Année		Année
State Mutual Life, USA	1995	NRMA, Australia	2000
Allmerica, USA	1995	Sun Life of Canada	2000
AMP, Australia	1997	Industrial Alliance, Canada	2000
Colonial Mutual, Australia	1997	Mutual of New York, USA	2000
Sanlam, South Africa	1998	Great West Life, Canada	2000
MONY Life, USA	1998	Prudential, USA	2001
National Mutual, Australia	1998	Phoenix Life, USA	2001
Old Mutual, South Africa,	1999	Chiyoda Life, Japan	En cours
Manulife, Canada	1999	Daido Life, Japan	En cours
Canada Life, Canada	1999	Taiyo Life, Japan	En cours
Mutual Life, Canada	1999	Mitsui Life, Japan	En cours
Met Life, USA	2000		
John Hancock, USA	2000		

Source : ICMIF (Fédération internationale des coopératives et mutuelles d'assurance)

Aux États-Unis

Aux États-Unis, les démutualisations ont principalement concerné les plus grandes compagnies du secteur de l'assurance-vie⁵. Ceci s'explique par la très faible croissance qu'ont connu ces entreprises depuis la fin des années 1980, les consommateurs ayant abandonné pour une large part les produits d'assurance-vie au profit de produits d'épargne, segment où la concurrence livrée par les fonds communs de placements et les banques commerciales s'est cruellement fait sentir ; dans ce contexte, l'absence d'accès aux marchés de capitaux est perçue par les mutuelles

comme un inconvénient majeur (Yepes, 1999). Par ailleurs, de nombreux États autorisent la démutualisation « partielle » : l'entreprise par actions émergeant de l'ex-mutuelle devient rattachée à une société mutuelle de holding. Cette voie a été choisie par plus d'une douzaine de mutuelles.

En Europe

En Europe, c'est au Royaume-Uni que le mouvement est le plus sensible, comme le montre l'exemple des *building societies* (cf. l'article de Labye, Lagoutte et Renversez, dans ce même numéro)⁶.

Tableau n°2
Démutilisations récentes les plus importantes (en Europe) -
secteur des assurances

Au Royaume-Uni		Dans le reste de l'Europe	
Scottish mutual	1992	Sampo, Finlande	1987
Scottish equitable	1993	Trygg-Hansa, Suède	1989
Provident mutual	1995	Industrial, Finlande	1993
Clerical medical	1996	Swiss Life, Suisse	1997
Scottish amicable	1997	Wasa SAK, Suède	1996
Norwich union	1997	A-Insurance, Finlande	2001
NPI	1998		
Scottish widows	2000		
Iron trades	2000		
Scottish provident	2001		
Scottish life	2001		
Friends provident	2001		
National mutual	2001		

Source : ACME (Association des Assureurs Coopératifs et Mutuels Européens)

La plupart des démutualisations ont eu lieu au Royaume-Uni (cf. tableau n°2) : 14 assureurs, pour un total de primes de 39 Md€, soit 29 % du marché vie (cf. annexe). Comme pour les États-Unis, elles ont surtout concerné le secteur de l'assurance-vie. Il semble aussi que le rythme des démutualisations s'accélère : on en dénombrait une par an depuis 1992 (sauf en 1997), puis 2 en 2000 et 4 en 2001.

Dans les autres pays d'Europe (outre quelques exemples dans les pays scandinaves : 3 en Finlande, 2 en Suède). l'opération la plus importante concernait *Swiss Life* (dont le montant des primes atteignait 11 Md€).

Le cas français : le verrou juridique

En France, le droit ne permet pas la démutualisation à l'anglaise (*i.e.* transformer une société mutuelle en une société par actions). En effet, en cas de démutualisation, les excédents doivent être transmis à une



autre société mutualiste ou au fonds national de solidarité, ce qui vide l'opération de son intérêt. Il est néanmoins possible de transférer un contrat ou un portefeuille de contrats (avec le passif et l'actif s'y rapportant), d'une mutuelle à une société anonyme filiale de la mutuelle de tête.

Les sociétés mutuelles ou coopératives peuvent aussi créer des filiales ayant un statut de société anonyme. Ainsi, la Maif pour conserver la clientèle des enfants d'enseignants, qui ne pouvaient pas adhérer à la mutuelle, a créé Filia-Maif, société anonyme (non cotée), dont la Maif est propriétaire à 100 %.

Elles peuvent aussi utiliser ce moyen pour lever des fonds et/ou disposer d'un « véhicule » coté. En France, l'exemple le plus récent, l'introduction en bourse du Crédit Agricole, est aussi le plus marquant. Il a valeur de symbole, car il a brisé un tabou⁷. Le montage très complexe, intègre dans le véhicule coté un quart du capital des banques régionales, dont certaines sont déjà cotées en bourse. La volonté de rester leader, dans une optique européenne, est au centre du projet. En effet, le montant, pourtant très important, de ses fonds propres est insuffisant pour permettre au Crédit Agricole de faire face au coût de son développement hors des frontières nationales.

La démarche est proche, dans l'esprit, de la société mutuelle de holding. Ce dispositif, s'il permet de maintenir le projet mutualiste (puisque le contrôle de la filiale n'échappe pas à la mutuelle), n'est pas exempt de défauts : les titres de cette filiale doivent en effet servir à financer le développement de l'entreprise. Dans le cas de la croissance externe, la valeur des titres est une variable clé : plus elle est élevée, et plus l'acquéreur est en position de force (plus son « pouvoir d'achat » est important). Or, cette filiale n'étant pas « opérable », il est probable que les actions subiront une décote (par rapport à ce qu'elles devraient valoir au vu des résultats financiers)⁸.

ANALYSE DES RAISONS DE LA DÉMUTUALISATION : QUELS AVANTAGES ET QUELS RISQUES ?

Pourquoi vouloir démutualiser ? La question ne manque pas de pertinence, surtout que les deux modèles ont coexisté depuis longtemps dans de nombreux pays, sur des marchés très concurrentiels : si l'un des deux s'était révélé inefficace, il aurait disparu. Le statut mutualiste est-il devenu un handicap ?

Quelles motivations économiques à la démutualisation ?

Les arguments traditionnels

Le premier argument, souvent évoqué, est la possibilité de lever des fonds. Dans les faits, cette possibilité n'a quasiment jamais été utilisée :



au Royaume-Uni, aucune des sociétés d'assurance démutualisées n'a eu recours au marché pour lever un capital additionnel.

De même, aux États-Unis, les sociétés concernées ayant souvent d'importants excédents, seules de très rares compagnies ont fait appel au marché pour se développer.

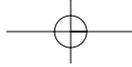
Un autre argument insiste sur l'efficacité accrue que procurerait le statut de société cotée, du fait d'un meilleur contrôle et de la possibilité de sanction par le marché. Ceci n'est *a priori* pas justifié : citons par exemple le cas des banques coopératives françaises, qui ont mieux surmonté la crise des années 1990, et qui rachètent même leurs concurrents. Dans le secteur des assurances en Europe, l'étude de l'ACME (2001) montre ainsi qu'il est très difficile de dégager une supériorité nette d'un modèle sur l'autre. Si les résultats sont à prendre avec prudence, car les échantillons ne sont pas forcément représentatifs, ils permettent néanmoins de nuancer certaines affirmations⁹.

La taille critique et la croissance externe

L'ouverture des marchés en Europe pose avec insistance la question de la taille critique. En effet, sur le plan européen, le problème de la taille des acteurs bancaires et assureurs, et le rapprochement entre les deux métiers (avec le développement rapide - au moins en France -, de la bancassurance), influent évidemment sur les choix stratégiques des grandes compagnies mutuelles¹⁰. Celles-ci, pour satisfaire leurs ambitions, ne peuvent se reposer uniquement sur leurs fonds propres. Le gain d'un point de part de marché hors de son marché national a un coût exorbitant : le rachat d'une société déjà implantée se révèle moins coûteux et plus efficace. Ce rachat peut se faire *cash* ou par échange de titres. La première méthode est très coûteuse en fonds propres : le rachat par le Crédit Mutuel du CIC, a ainsi fait passer son ratio de fonds propres de 14 % à 7 %. Or, l'introduction en Bourse facilite la croissance externe, en rendant possible l'échange d'actions ou le paiement par titres. En Europe, Sampo et Swiss Life ont profité de leur nouveau statut pour se développer de cette manière.

Ceci souligne aussi à quel point ce mouvement de démutualisation ne peut être étudié *per se*, mais doit être compris dans une perspective plus globale. Ainsi, la restructuration du système financier britannique se fait en partie au travers de la démutualisation : Abbey National a racheté Scottish mutual et Scottish Provident, et Halifax a racheté Clerical medical lors de sa démutualisation. La démutualisation s'insère donc dans un cadre européen de restructuration, et surtout de concentration, du système bancaire et du secteur des assurances.

Cependant, les spécificités des sociétés mutuelles rendent le problème moins trivial qu'il n'y paraît : on ne peut en effet se contenter d'une



analyse superficielle, car l'introduction en Bourse et le changement de statut juridique peuvent avoir des conséquences diverses.

Valeurs mutualistes et asymétries d'information

Deux spécificités des sociétés mutuelles pouvant avoir des effets contradictoires méritent d'être étudiés : d'un côté les impératifs souvent affichés de solidarité, qui peuvent favoriser les phénomènes d'antisélection. De l'autre, la non-rémunération des fonds propres, qui est aussi une caractéristique qui distingue fortement les mutuelles des sociétés cotées, et qui peuvent leur conférer une certaine marge de manœuvre.

Les valeurs mutualistes peuvent-elles aggraver les effets des asymétries d'information (cf. Mauroy, 1998) ? En ce sens, le statut de société mutuelle pourrait être un handicap. En d'autres termes, est-il possible de concilier efficacité économique et valeurs du mutualisme ?

L'impératif de solidarité pourrait amplifier, en particulier, le phénomène classique d'anti-sélection, selon la séquence suivante : une mutuelle ne procédant pas à une sélection rigoureuse, ou appliquant un tarif ne dépendant pas que du niveau du risque, attire les mauvais risques. En contrepartie, les bons risques déjà sociétaires de cette mutuelle paient une prime élevée par rapport à leur risque. Si certains bons risques décidaient de quitter leur mutuelle, cette dernière devrait se résoudre à accroître le montant des primes, entraînant le départ d'autres bons risques (si la mutuelle décidait de maintenir ses tarifs, elle risquerait de mettre en péril sa situation financière).

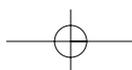
On le voit, le facteur-clé susceptible de contrer cet enchaînement est la force de l'attachement du sociétaire à sa mutuelle. Si le sociétaire se comporte désormais comme un client, alors le risque de départ des bons clients est réel.

Les sociétés mutuelles bénéficient aussi d'un avantage indéniable, puisqu'elles n'ont pas d'actionnaires à rémunérer (cf. Jaeger, 2000, pour une discussion sur ce point). Cet avantage peut compenser les problèmes liés à l'antisélection : en effet, le surcoût des asymétries peut être atténué. Le fait de ne pas verser de dividendes permet dans une certaine mesure de maintenir des primes compétitives, tout en pratiquant une politique de solidarité.

La démutualisation peut donc avoir des conséquences importantes sur les priorités affichées par la compagnie : les choix de solidarité ne pourront plus être maintenus aussi aisément si la société doit désormais rémunérer ses actionnaires.

Les risques de la démutualisation

Outre les critiques classiques adressées au marché¹¹ (versements de dividendes, pression de l'actionnaire, court-termisme...), il existe deux critiques plus fondamentales, deux risques : l'absorption et la banalisation.



L'absorption

Les sociétés mutuelles se trouvent confrontées à deux stratégies :

- aller en Bourse et prendre le risque d'être absorbées. En devenant une société cotée, une mutuelle devient dans le même temps une cible potentielle. Ce risque est loin d'être anecdotique : au Royaume-Uni, 12 (sur 13) sociétés d'assurance démutualisées ont été rachetées. Un des arguments majeurs de l'approche par la taille critique en économie industrielle, c'est le fait de ne pas être absorbé (*i.e.* être « prédateur » plutôt que « victime »). Or le statut de mutuelle est une garantie absolue contre le risque d'absorption ;
- ne pas aller en Bourse. Le problème, pour certaines mutuelles, est que la croissance interne atteint ses limites par épuisement du marché. Le risque, à terme, est alors d'être marginalisé, du fait d'une taille insuffisante, et de disparaître face à la puissance financière et commerciale des grandes sociétés.

La banalisation

Le deuxième inconvénient, souvent évoqué, est celui de la banalisation. Le risque existe de perdre sa spécificité, qui pourrait se traduire concrètement par le départ de sociétaires attachés aux valeurs mutualistes (surtout pour les mutuelles socioprofessionnelles, identitaires à la française). Il s'agit donc d'un vrai problème qu'il ne faut pas négliger.

Quelles perspectives pour le secteur mutualiste ? Cet aperçu ne permet pas de tirer de conclusions définitives. Ce mouvement de démutualisation peut, selon certains, être interprété de deux manières :

- soit il annonce la disparition du mouvement mutualiste ;
- soit il est au contraire une étape dans l'adaptation du monde mutualiste, contraint d'évoluer et de s'adapter à la nouvelle donne. Les défenseurs de cette vision soulignent que les « démutualisations partielles », comme aux États-Unis, l'introduction en Bourse du Crédit Agricole, les rapprochements entre Groupama et la Société Générale... sont une condition nécessaire à la survie des valeurs du mutualisme. Ces mutations ne se passent pas toujours sans difficulté en interne, mais semblent mieux acceptées dans les sociétés qui ont progressivement diversifié leur clientèle.

Néanmoins, les sociétés qui n'envisagent pas de se rapprocher du modèle capitaliste ne restent pas inactives : on observe ainsi des rapprochements à différents niveaux, entre la Maif et la Macif par exemple, voire entre secteurs différents (mutuelle assurance et mutuelle santé avec la Maif et la MGEN). L'adaptation et la survie du mutualisme à ce nouvel environnement ne passent donc pas forcément par le marché.



LA DÉMUTUALISATION

NOTES

1. MetLife s'est transformée en société par actions en 2000 (cf. tableau n°1).
2. Pour une illustration, cf. dans ce même numéro, l'article de Roux (2002).
3. Par exemple, Tarbuck (2002).
4. Il faut noter qu'en cas de démutualisation, un *windfall*, (indemnité qui correspond au versement d'une somme aux sociétaires, titulaires de police, en échange de leurs droits), pouvant atteindre plus de 10 000 euros (cf. annexe) est attribué aux sociétaires. Ceci peut dans certains cas faciliter l'adhésion des sociétaires au projet de démutualisation. Cela a aussi entraîné l'apparition de *carpetbaggers* (du nom américain des aventuriers affairistes nordistes qui cherchaient à s'enrichir après la guerre de sécession) : des personnes adhèrent à une mutuelle, prennent la tête du mouvement pour la démutualisation dans la perspective de réalisation de plus-value, d'indemnités.
5. Met Life détenait ainsi plus de 170 Md\$ d'actifs, et Prudential plus de 200 Md\$. (Source : Agence financière, Ambassade de France à Washington).
6. Nous ne nous intéresserons ici qu'au secteur des assurances.
7. En fait, le « précurseur » (sur la période récente) pour la banque, c'est le Groupe Banques populaires, qui à la suite du rachat de Natexis, ex-Crédit national BFCE, en 1997, s'est totalement réorganisé en trois pôles l'un coopératif, l'autre fédératif, le troisième capitaliste.
8. Ceci a été démontré par les actions à dividendes prioritaires (ADP), apparues en France dans les années 1980. Ces titres garantissaient un montant de dividendes plus important que les actions classiques, mais ne possédaient pas de droit de vote. Contrairement à ce qu'on avait cru, les ADP valaient moins que les actions. La décote constatée sur ces titres par rapport aux actions classiques s'expliquaient par le fait qu'en cas d'OPA, ces ADP ne valaient rien...
9. Ainsi, les coûts de fonctionnement (*expense ratio*) en pourcentage des primes émises brutes, sont plus faibles, 16 % contre 22 %. De même, le rapport sinistre à prime est plus élevé chez les mutuelles (73 % contre 70), ce qui peut s'interpréter de deux manières : soit les sociétaires sont mieux traités que les clients ; ou le portefeuille des mutuelles est plus risqué, ce qui est compatible avec leur objectif de solidarité.
10. Le rapprochement récent entre Groupama et la Société Générale illustre très bien cet aspect.
11. Cf. Rapport de l'ACME (2001).

BIBLIOGRAPHIE

- ACME (2001) : *Valuing our mutuality*, Report.
- JAEGER (2000) : « Vente à perte dans le secteur bancaire et avantage concurrentiel des banques mutuelles et coopératives », *Revue d'économie financière*, n°56.
- LABYE, LAGOUTTE, RENVERSEZ (2002) : « Banques mutualistes et systèmes financiers. Une analyse comparative : Allemagne - Grande-Bretagne - France », *Revue d'économie financière*, n°66.
- Lettre du GEMA (2001) : « Démutualisation ou déstructuration ? »
- MAUROUY Y. (1998) : « La mutualité contre la sélection adverse et la hasard moral », *Revue des études coopératives, mutualistes et associatives*, n°270.
- ROUX M. (2002) : « Services limités ou responsabilités limitées ? : le mutualisme de la sphère financière française en proie à la banalisation », *Revue d'économie financière*, n°66.
- TARBUCK S. (2002) : « La démutualisation à l'épreuve des faits », présentation à la Mutualité, 18 janvier.
- YEPES C. (1999) : « Les démutualisations dans le secteur de l'assurance-vie aux États-Unis », Agence financière de l'ambassade de France, Washington

ANNEXE

		Primes émises (Md€)	Branche	Indemnités (euros)
1992	Scottish mutual	1594	Vie	640
1993	Scottish equitable	4312	Vie	854
1995	Provident mutual	800	Vie	133
1996	Clerical medical	4098	Vie	832
1997	Scottish amicable	877	Vie	2288
1997	Norwich union	8661	Mixte	1920
1998	NPI	1957	Vie	3520
2000	Scottish widows	3549	Vie	9600
2000	Iron trades	288	Non-vie	nd
2001	Scottish provident	1421	Vie	5818
2001	Scottish life	1312	Vie	4141
2001	Friends provident	3099	Vie	1920
2001	National mutual	752	Vie	5345
2001	Equitable life	6037	Vie	nd
	Total	38 755	Vie	37 011