

# Commentaire

*Claude GIRAUD*  
*Directeur financier, GAN*

**L**e monde européen de l'assurance est en révolution. Il ne se passe pas de semaine sans que l'on apprenne l'acquisition par une compagnie d'assurance d'un « confrère » (en France) ou d'un concurrent (à l'étranger).

Ce sont les Mutuelles de Rouen qui ont montré la voie depuis une dizaine d'années en agrégeant d'autres mutuelles, puis en absorbant la Compagnie Drouot, en lançant une OPA surprise contre La Providence, enfin en absorbant par une remarquable manœuvre la Compagnie du Midi.

Grâce à cette stratégie, réussie à cause du caractère inattaquable de ses Mutuelles, le Groupe AXA est devenu le deuxième Groupe français d'assurances, juste derrière l'UAP et devant les AGF et le GAN, compagnies nationalisées qui occupaient le haut du tableau jusque-là.

Maintenant, AXA envisage d'acquérir des Mutuelles américaines (FARMERS), encore plus « grosses » qu'elle-même pour la somme considérable de 37 milliards de francs.

On peut se demander si l'acquisition de FARMERS ne fera pas peser un poids trop lourd sur la rentabilité du nouveau Groupe AXA-FARMERS, et ce qu'il adviendrait de sa solvabilité s'il avait à affronter une crise majeure, telle qu'une forte baisse boursière (couverture des provisions techniques) ou des sinistres très importants chez FARMERS.

Car l'absorption des capitaux trouvés dans la Compagnie du Midi par le financement de l'achat de FARMERS laissera le Groupe sans réserves disponibles.

Et pendant les années durant lesquelles il faudra rembourser les emprunts complémentaires indispensables contractés en dollars, la conjoncture peut apporter des surprises très désagréables.

Si les confrères français s'en soucient, ce n'est pas parce que « les raisins sont trop verts », mais c'est parce que cette situation ne concerne pas seulement AXA. La communauté des Assurances françaises aurait à souffrir financièrement et commercialement d'une crise de solvabilité de l'un de ses membres les plus éminents et les plus internationalisés.

La recherche de la taille à tout prix est-elle justifiée par l'ouverture des frontières européennes et la crainte d'une OPA ?

Ce n'est pas le cas d'AXA, qui ne saurait faire l'objet d'une OPA, à cause de sa structure mixte de sociétés cotées et de Mutuelles. C'est donc une question d'optimum de compétitivité sur le marché international, et d'abord européen.

Il est vrai que les concurrents étrangers sont beaucoup plus gros que les français, pour des raisons qui tiennent au degré de protection apporté par la Sécurité sociale française.

Mais, comme il n'y a pas vraiment de corrélation entre la taille et la productivité, on peut très bien rester une compagnie modeste à l'échelle internationale, tout en restant très rentable et bien protégée par un « tour de table » savamment composé.

Le Groupe Victoire vient d'apporter la preuve qu'il est dangereux de vouloir grossir au-delà de ses moyens. L'acquisition de Kolonia, qui

## T A I L L E , E M P L O I E T P E R F O R M A N C E

a doublé le chiffre d'affaires de Victoire, n'a pu se faire qu'en liquidant la plus grande partie des capitaux propres accumulés par ses actionnaires en des dizaines d'années de bonne gestion.

Cette société, championne de la profession pour la rentabilité, se retrouve avec une rentabilité réduite de plus de moitié, à la fois parce que Kolonia est réputée pour avoir une rentabilité médiocre pour ses actionnaires (c'est pour cela qu'elle a été vendue !) et parce qu'il faut payer les intérêts des emprunts contractés ou des dividendes des actions nouvelles créées par l'accroissement du capital.

Cette magnifique « petite » affaire française est donc devenue moins rentable pour actionnaires depuis qu'elle a doublé de volume !

Par ailleurs, cette dilatation tant recherchée lui a valu d'être l'objet d'une OPA imparable par son associé, Suez.

Non seulement, cette opération a coûté à Victoire sa rentabilité, mais elle lui a fait perdre son indépendance !

Quant à Suez, il lui faut digérer cette acquisition de près de 40 milliards de francs, ce qui met cette compagnie financière dans la position du boa qui vient d'avaler une antilope : paralysée par sa digestion, elle ne saurait résister à la moindre OPA et s'efforce d'en régurgiter une partie le plus rapidement possible au profit, semble-t-il, d'un autre géant, l'UAP, qui attendra son heure pour avaler le tout...

Bref, la course à la taille, à des prix qui absorbent tous les capitaux disponibles, a d'abord pour effet de réveiller l'appétit de plus gros encore, au détriment de l'indépendance des initiateurs imprudents et paralysés.

La question du prix et de la taille de l'acquisition pose d'autres problèmes, que les acquéreurs refusent apparemment d'envisager sérieusement.

Il n'y a pas de doute que l'achat d'une compagnie d'assurance, 35 ou 40 fois son bénéfice normal, ne peut conduire qu'à des désillusions financières.

C'était le prix payé par les AGP pour l'achat d'Équity and Law, au motif que cette compagnie gérait à l'époque 35 milliards de francs de capitaux. Mais ce « trésor » est bien protégé par la réglementation anglaise et la Compagnie du Midi (maintenant AXA) cherche encore les voies et moyens d'en tirer parti... et profit dans ses comptes consolidés.

Quant à la taille de la compagnie achetée, il

faut s'en méfier également. Une étude de McKinsey montre que 74 % des acquisitions se sont mal terminées, à cause de l'impossibilité de gérer des ensembles très gros, très structurés, éloignés géographiquement, parlant une langue différente, utilisant des méthodes différentes et obligatoires. Les réglementations et les habitudes nationales en matière d'assurances sont essentielles et on ne peut les transgresser. Ce qui veut dire que les contrats sont rarement transférables d'un pays à l'autre, que l'on ne peut utiliser les mêmes logiciels informatiques, ou la même publicité pour diminuer les coûts de fabrication ou de marketing d'un pays à l'autre. C'est donc la stricte rémunération du capital investi qui sera en définitive le « juge de paix » financier des opérations d'acquisition à l'étranger.

Comme ces investissements stratégiques sont financés avec les capitaux propres de l'entreprise, et avec des emprunts complémentaires, dont la rémunération (et le remboursement) seront prélevés sur les capitaux des actionnaires, c'est une machine infernale qui est en train d'être installée dans beaucoup d'entreprises d'assurances françaises qui ont « les yeux plus grands que le ventre ».

Quand elles sont privées et cotées, ces entreprises courent le risque d'un affaiblissement de leur marge de solvabilité qui les expose à un double danger :

- Danger d'une baisse de leur rentabilité et, par suite, de leur capitalisation boursière, les offrant, sans défense, à une attaque de leurs concurrents (OPA), puisqu'elles n'ont plus de capitaux pour se défendre (Victoire).

- Danger d'une insuffisance de capitaux propres disponibles en cas de baisse boursière des placements techniques, conduisant à d'indispensables et douloureuses augmentations de capital.

En outre, la profession des assurances est exposée au danger d'une évolution dramatique partout en Europe, à cause des effets de déréglementation. Si l'évolution future ne correspond pas à ce qu'espèrent les acquéreurs de compagnies anciennes (parts de marché), ceux-ci auront acquis trop cher un passé non récurrent.

Or, la déréglementation de l'intermédiation financière provoqua des conséquences qui vont certainement changer le paysage de l'assurance dans les prochaines années.

Le système bancaire, touché le premier par la déréglementation de la gestion de l'épargne,

## COMMENTAIRE

subit une telle érosion de ses marges bénéficiaires, qu'il recherche tous les produits para-financiers capables de lui laisser une marge supérieure au crédit classique et, avant tout autre, les produits d'assurances.

En effet, au fur et à mesure que la déréglementation de l'intermédiation financière se répand en Europe, les comptes de dépôts non rémunérés se vident au profit des Money Market Funds (en France, les Sicav et les Fonds Communs de Trésorerie). L'argent, dont disposait gratuitement les banques de dépôts jusque-là, revient donc de plus en plus cher.

Pendant le même temps, les grandes entreprises sont autorisées à se financer directement sur le marché par l'émission de billets de trésorerie, moins coûteux que le Crédit bancaire.

Les banques perdent donc leurs meilleurs emplois, à moindre risques.

Elles se rabattent donc sur les PME/PMI, avec des marges bénéficiaires de plus en plus faibles, avec l'acharnement de la concurrence qui n'a pas d'autre choix.

On en oublie les règles prudentielles et les sinistres (et les provisions) augmentent dangereusement.

Ces banques explorent toutes les opportunités de crédit à marge positive et prêtent ensuite aux particuliers dans des conditions qu'elles n'auraient même pas imaginé il y a trois ans.

On a vu récemment en France, l'explosion des prêts aux particuliers, qui a conduit à l'adoption d'une loi pour protéger ceux-ci contre les rigueurs judiciaires de recouvrement.

Depuis qu'elles en ont le droit (disparition de l'arrêt Renaudin) les banques ont examiné, d'abord avec prudence, la possibilité de vendre un produit non directement bancaire à leurs guichets.

Elles ont commencé avec l'assurance-capitalisation qui est un produit d'épargne, puis ont continué avec les assurances-vie, qui attribuent un capital à l'échéance. Leur progression dans le marché des assurances-vie et Capitalisation a été extrêmement rapide.

Les chiffres sont là pour prouver que la plus grande partie du développement de l'assurance se fait maintenant hors des compagnies classiques. En 1982, la part du marché Vie du réseau bancaire était de 6 %, elle était de 12 % en 1985, elle dépasse 30 % en 1988 et sera bien supérieure en 1989. En IARD, on est au début d'un processus

plus lent, mais qui pourrait devenir important, si l'expérience BNP/UAP réussit.

Voici donc qu'elles abordent le marché des assurances dommages, beaucoup plus difficile à maîtriser à cause des contentieux inévitables qui surgissent entre assureur et client, et à cause de la lourdeur administrative de la gestion.

Pour que la BNP se soit associée avec l'UAP, pour vendre des contrats automobiles dans ses guichets, il fallait que la pression de son compte d'exploitation bancaire soit forte.

De même fallait-il que l'UAP soit anxieuse de développer sa part de marché automobile en quasi stagnation (à cause des Mutuelles sans intermédiaires qui gagnent du terrain chaque année).

Le marché de l'assurance va donc devenir de plus en plus difficile pour les Compagnies classiques.

A l'étranger, ce phénomène de la Bancassurance prend la même ampleur. La conférence de Madrid sur ce sujet, les 9 et 10 novembre dernier, a montré que toutes les banques européennes à réseau de guichets s'intéressent à la bancassurance. Certaines sont déjà très avancées, comme Lloyd en Grande-Bretagne, Robobank en Hollande, Banco Bilbao Vizcaya en Espagne, etc.

91

Par conséquent, l'achat à grands frais de parts de marché, sous forme de compagnies d'assurances non liées à des réseaux bancaires, risque d'offrir de bien cruelles déconvenues à leurs acquéreurs.

Il est regrettable que le souci de rattraper des années de retard dans l'internationalisation de l'assurance française conduise à des opérations d'acquisition à des prix interdisant toute rentabilité normale du capital investi.

Tout ce qui est excessif finit par coûter encore plus cher et il serait contradictoire que l'expansion de l'assurance française, naturellement très souhaitable, conduise au contraire, à l'affaiblissement des sociétés les plus ambitieuses.

Il semble que leur stratégie devrait plutôt les conduire à prendre des participations minoritaires, à meilleur prix, dans les compagnies étrangères, dans l'attente d'opportunités que l'évolution de la profession (et la conjoncture économique) ne va pas manquer d'offrir dans les années qui viennent (stratégie AGF).

Ou alors, et peut-être en supplément, il

-----

## TAILLE, EMPLOI ET PERFORMANCE

faudrait qu'elles s'associent à des réseaux complémentaires tels que les réseaux bancaires (stratégie GAN et UAP). Ceux-ci ont également leur prix,

mais ils représentent des parts de marché « à venir » au lieu de parts de marché acquises dans des situations obsolètes. □