

« Pandémie et couverture des pertes d'exploitation : l'investisseur aux côtés de l'assureur et de l'Etat »

Auteurs

André Schmitt et Sandrine Spaeter

Document de Travail n° 2022 – 07

Février 2022

Bureau d'Économie
Théorique et Appliquée
BETA

www.beta-economics.fr

[@beta_economics](https://twitter.com/beta_economics)

Contact :
jaoulgrammare@beta-cnrs.unistra.fr

Pandémie et couverture des pertes d'exploitation : l'investisseur aux côtés de l'assureur et de l'Etat

André Schmitt* et Sandrine Spaeter†

Février 2022

Abstract

Face aux énormes pertes enregistrées par les entreprises françaises en 2020 suite aux fermetures d'établissements décidées par le gouvernement pour lutter contre la propagation de la pandémie COVID-19, les assureurs ont été pointés du doigt pour 'non assistance à entreprises en danger'. Seuls 3% des contrats d'assurance pro couvraient les pertes d'exploitation des entreprises sans dommage. Aujourd'hui, la garantie est encore moins présente dans les contrats et les assureurs, avec l'Etat, ont tenté de proposer un système de couverture public/privé, qui pourrait intervenir en cas de pandémie future. Le projet CATEX n'a pourtant pas encore vu le jour. Nous expliquons dans cet article court en quoi et comment un système de couverture des pertes d'exploitation des entreprises liées à une pandémie bénéficierait de l'apport des marchés financiers et, en particulier, de la titrisation. Nous discutons des caractéristiques que devrait avoir une obligation sur pertes d'exploitation liées à une pandémie (que nous nommons obligation PEP) pour être attractive tant pour les émetteurs potentiels que sont les (ré)assureurs et les gouvernements, que pour les investisseurs qui pourraient la souscrire.

Mots-clé: pandémie, pertes d'exploitation, (ré)assurance, titrisation, risque systémique.

Classification JEL: G11, Q54, G22.

* BETA, Université de Strasbourg. E-mail: a.schmitt@unistra.fr

† BETA, Université de Strasbourg. E-mail: spaeter@unistra.fr

Face aux énormes pertes enregistrées par les entreprises françaises en 2020 suite aux fermetures d'établissements, couvre-feux et restrictions de déplacements décidés par le gouvernement pour lutter contre la propagation de la pandémie COVID-19, il n'a pas fallu longtemps avant que les assureurs ne soient pointés du doigt pour 'non-assistance à entreprises en danger'. Les entreprises françaises ont, en effet, essuyé un refus de prise en charge de leurs pertes d'exploitation (PE) dans la mesure où leurs contrats d'assurance pro incluait une garantie PE ne pouvant être activée qu'en cas de dommage physique (incendie, inondation, etc), ou éventuellement de fermeture administrative imposée à leur seul établissement. La pandémie n'entrant pas dans ces critères, 93% des contrats pro en France ne la couvraient pas sans équivoque possible (Lustman, 2020) et, par voie de conséquence, aucun provisionnement 'pandémie' n'avait été constitué par les assureurs privés jusqu'ici : pas de primes payées en amont, pas d'accumulation de réserves pouvant servir à couvrir cet événement. Ce dernier point ne constitue pas pour autant la principale raison de l'inassurabilité actuelle des pertes d'exploitation des entreprises en cas de pandémie. Contrairement à la plupart des risques non-vie des individus qui peuvent être mutualisés entre eux (les primes des uns servent à couvrir les dommages des autres sur une période donnée), toutes les entreprises d'un secteur impacté par les mesures gouvernementales sont sinistrées en même temps. Le capital requis pour pouvoir offrir à chacune d'elles une couverture adaptée à leurs pertes est alors bien supérieure aux capacités des assureurs sur le territoire : en 2020, le marché de l'assurance français affichait un peu moins de 114 milliards de primes nettes collectées (ACPR, 2021), tandis que les pertes économiques des entreprises françaises sur cette seule année 2020 s'élèvent à près de 200 milliards d'euros (INSEE, 2021).

Risques corrélés et titrisation

La forte dépendance des risques de pertes d'exploitation entre les différentes entreprises des secteurs impactés rend caduque l'application du principe de mutualisation des risques. Il faut alors trouver de nouvelles sources de capital, sans alourdir le bilan des assureurs. Ces levées de capitaux viendraient en complément des centaines de milliards d'euros mobilisées par l'Etat, financées par nos impôts et ceux des générations futures, pour couvrir salaires, trésorerie des entreprises et coûts sanitaires de la pandémie.

Des obligations sur catastrophes (*cat bonds*) permettant de compléter l'assurance privée de risques majeurs sont cotées depuis les années 90 sur les marchés boursiers. La technique dite de titrisation d'un risque de catastrophe, naturelle par exemple, permet ainsi à l'émetteur de bénéficier d'un capital si le risque de catastrophe survient (un tremblement de terre, une explosion industrielle, un cyclone, une sécheresse exceptionnelle). Ce capital est avancé par le souscripteur qui, tout au long du contrat, perçoit des intérêts calculés au regard du risque de perte de son capital qu'il accepte de porter. Si aucune catastrophe ne survient sur la durée du contrat signé entre l'assureur ou l'Etat émetteur du titre et l'investisseur, ce dernier récupère tout le capital qu'il aura immobilisé pendant la durée du contrat. Si une catastrophe survient sur le temps de vie du contrat, le capital immobilisé dans le véhicule de titrisation sera utilisé par l'émetteur pour couvrir les pertes des victimes de la catastrophe, et ainsi perdu pour l'investisseur. Il s'agit ni plus ni moins d'une forme de prêt dont le remboursement est conditionné par la non survenance d'une catastrophe.

La question essentielle qui se pose alors est de savoir quel événement, paramètre ou information déclenchera le non remboursement du capital prêté sans qu'il y ait de discussion quant à la pertinence de ce déclencheur. Concernant le risque de pandémie, il faut un déclencheur qualitatif, qui officialise l'état de pandémie, et un déclencheur quantitatif, qui indique que la valeur des pertes d'exploitation enregistrées par les entreprises suite aux mesures administratives prises a atteint un niveau que les entreprises seules ne peuvent plus supporter.

Une obligation PEP à deux déclencheurs...

Dans un tel contrat que nous qualifions d'obligation PEP (pour Pertes d'Exploitation dues à une Pandémie), nous soutenons (Schmitt and Spaeter, 2022) que le premier déclencheur de la libération du capital au bénéfice de l'émetteur de l'obligation doit être l'annonce d'une Urgence de Santé Publique de Portée Internationale (*Public Health Emergency of International Concern*) faite par l'Organisation Mondiale de la Santé : cette annonce par l'OMS officialise une situation de diffusion mondiale d'un virus dangereux et n'est pas remise en cause par les pays membres (dans le cadre de la COVID-19, une USPPI a été annoncée par l'OMS le 30 janvier 2020). Le second déclencheur devra idéalement être constitué d'un niveau minimum de pertes d'exploitation sectorielles modélisées en amont de la signature du contrat lié à l'obligation PEP et en rapport direct avec le nombre de jours de fermeture subi par le secteur concerné. Ainsi, le premier déclencheur minimise le risque que les pertes d'exploitation soient imputables à un autre événement qu'une pandémie. Le second déclencheur permet une libéralisation rapide du capital au moment où les entreprises en ont besoin dans la mesure où les pertes prises en compte sont modélisées *ex ante*. Il n'est donc pas nécessaire d'attendre l'arrêté des comptes des entreprises en fin d'année pour constater les pertes du secteur, déclencher la libération du capital pour l'assureur et lui permettre d'indemniser les entreprises assurées. Par ailleurs, les risques de PE des entreprises étant fortement corrélés entre eux au sein d'un même secteur, la différence entre les pertes d'une entreprise rapportées à sa taille et l'estimation faite pour son secteur d'activité restent maîtrisée dans ce contexte : l'indemnisation qu'elle touchera de son assureur reste ainsi proche de ses pertes réelles.

L'attractivité d'obligations PEP pour les investisseurs est assurée pour deux raisons. D'abord les taux d'intérêt servis seront plus importants que ceux des obligations sur catastrophes actuellement échangées sur le marché. Ceci s'explique par le caractère fortement systémique du risque supporté et par le fait que le marché des obligations sur catastrophes a atteint aujourd'hui son niveau de maturité, alors que celui des obligations PEP doit encore émerger. Par ailleurs, la diversification du portefeuille de l'investisseur reste tout à fait accessible. En particulier, les secteurs de la pharmacie et des biotechnologies sont valorisés en période de pandémie car le monde attend des vaccins. Il est alors opportun de surpondérer les titres de ces secteurs en tant qu'instruments de diversification. Enfin, rappelons encore que la chute sans précédent des marchés financiers à la mi-mars était absorbée à la mi août 2020.

... intégrée dans un système public/privé de couverture des pertes liées à une pandémie

Ainsi, un système de gestion du risque adapté à un risque majeur tel que celui de la pandémie doit, dans sa partie assurantielle, s'appuyer sur tous les leviers existants : la prévention et la protection

en matière sanitaire, largement financée par le budget public, l’auto-protection ou la prise en charge des premières pertes d’exploitation par les entreprises elles-mêmes, l’assurance, la réassurance et la titrisation (Spaeter, 2021). Pour que la première étape, celle de l’auto-protection, soit efficace et accessible pour les petites et moyennes entreprises, il est nécessaire que la fiscalité sur les provisions des entreprises non financières ciblées sur cette activité de précaution pluri-annuelle soit revue. Le second niveau d’un système de gestion des risques adapté est celui de l’assurance via les contrats pro des entreprises. Ce sont bien les primes accumulées et les réserves des assureurs sur leur activité non vie qui contribuent à cette première indemnisation des pertes d’exploitation, avec des franchises et des plafonds d’indemnisation différents selon les secteurs. La titrisation permet ensuite, pour des niveaux plus élevés de pertes et moins mutualisables, une couverture complémentaire. Cette titrisation pourra faire l’objet d’émission d’obligations PEP soit en direct par les grandes sociétés d’assurance, soit par leurs réassureurs. De cette manière, la garantie PE sans dommages pourra être réintégrée dans les traités de réassurance, et donc *in fine* dans les contrats d’assurance pro offerts par les assureurs quelle que soit leur taille. Nous pouvons également imaginer que les régions économiques comme la zone Euro, avec la BCE, ou l’Union européenne émettent des obligations PEP dont le deuxième déclencheur, cette fois, serait plutôt constitué de pertes sectorielles au niveau européen.

Pour qu’un tel système fonctionne et qu’il n’y ait pas de problématique de risque moral, c’est-à-dire de comportements d’attente par les assureurs privés d’intervention de l’Etat ou, à l’inverse, la volonté d’un Etat de laisser le secteur privé de l’assurance intervenir seul, nous avançons également que les différentes parties impliquées dans ce système de gestion des risques doivent intervenir sur des types différents de risques. Précisément, l’assureur privé, ses réassureurs et le marché de la titrisation sont légitimes pour, et doivent, intervenir sur la couverture des pertes d’exploitation des entreprises. Il s’agit ici de couvrir la perte de marge brute des entreprises, en retirant les salaires. L’Etat doit ainsi couvrir les salaires comme il l’a fait en France en 2020 et en 2021. Il est également l’acteur principal du maintien d’une trésorerie minimale des entreprises et du soutien à l’investissement. L’Etat ne doit, finalement, pas être considéré comme un simple assureur en dernier ressort, comme cela est aujourd’hui le cas pour les risques de catastrophes naturelles (régime cat nat), agro-climatiques (régime des calamités agricoles, en cours de réforme) ou ceux liés au terrorisme (fonds GAREAT). Il est un acteur de la couverture des pertes liées à la pandémie dès les premières décisions administratives qu’il prend. Il est aussi le garant de la politique sanitaire mise en place pour lutter contre la pandémie.

Vers un CATEX augmenté

Ainsi, notre proposition diffère du système CATEX proposé à l’automne 2020 par France Assureurs (anc. la Fédération Française de l’Assurance) comme système public/privé de couverture partielle des pertes d’exploitation sans dommages. Elle repose fortement sur l’intégration du marché des obligations sur catastrophes et la construction d’obligations PEP afin de libérer du capital qui puisse abonder les réserves limitées des assureurs et réassureurs. Ce nouvel acteur, l’investisseur financier, est d’autant plus le bienvenu que la limite de l’exercice de collecte de primes pour un risque supplémentaire intégré dans les contrats pro sera rapidement atteinte pour les petites et moyennes entreprises. Notre proposition fait également apparaître l’équivalent d’une franchise hors contrat. En effet, ce rôle est joué par

l'épargne de précaution constituée par les entreprises pour supporter les premières pertes. Enfin, notre système joue sur la complémentarité des assureurs privés et de l'Etat en les faisant intervenir sur des catégories différentes de pertes.

Quant à la question de savoir si un tel système de gestion des risques n'est pas particulièrement coûteux, rappelons que le seul secteur privé de l'assurance a déboursé près de 5 milliards d'euros en 2020 pour soutenir l'économie et compenser certaines entreprises de leur pertes, alors que seulement 3% des contrats pro contenaient une clause explicite de paiement des pertes sans dommage. Et les décisions de justice récentes ne donnent pas raison aux assureurs, mutuelles ou sociétés anonymes, poursuivis par leurs clients, ce qui alourdit encore davantage la facture.

Enfin, le reproche fait aux obligations sur catastrophes de générer un coût d'immobilisation du capital élevé, en regard de la collatéralisation partielle pratiquée par les assureurs et les réassureurs, ne tient plus dans le cas du risque de pandémie. Une partie des primes des contrats d'assurance pro pourrait alors être réorientée vers l'émission d'obligations PEP sur les marchés financiers, dont la profondeur est sans commune mesure avec celle des marchés d'assurance et de réassurance.

References

- ACPR (2021). Statistiques du marché français : Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2020. Publié le 12/10/2021, <https://acpr.banque-france.fr/les-chiffres-du-marche-francais-de-la-banque-et-de-l-assurance-2020>.
- INSEE (2021). Les entreprises en France. Edition 2021 de l'INSEE, 188 pages.
- Lustman, F. (2020). Crise sanitaire : "L'alourdissement de la charge des sinistres est de 2 milliards d'euros pour le secteur de l'assurance". La Correspondance Economique, 26 Novembre 2020.
- Schmitt, A. and S. Spaeter (2022). Providing pandemic business interruption coverage with double trigger cat bonds. Document de travail 2022-05 du BETA, Université de Strasbourg.
- Spaeter, S. (2021). How to reconcile pandemic business interruption risk with insurance coverage. Document de travail 2021-18 du BETA, Université de Strasbourg.