

CATASTROPHES NATURELLES

La titrisation comme mode de financement

Pour l'année 2008, selon une étude présentée lors du sommet sur l'environnement de Poznan en Pologne, le coût des catastrophes naturelles devrait être particulièrement élevé. Il y a tout lieu de penser que l'augmentation vertigineuse de leur nombre n'est pas de nature à se réduire dans un futur proche. La question de leur mode de financement devient donc une question majeure pour les assureurs Iard.



VLADIMIR ROSTAN D'ANCEZUNE

Avocat au barreau de Paris
et au Colegio de Abogados
de la ciudad de Buenos-Aires
Chargé d'enseignement
à l'université Panthéon, Assas,
Paris II - Cabinet HMN & Partners

Suivant la définition retenue par le législateur, « sont considérés comme les effets des catastrophes naturelles [...] les dommages matériels directs non assurables ayant eu pour cause déterminante l'intensité anormale d'un agent naturel »⁽¹⁾.

Autrement posée, l'intensité anormale d'un agent naturel assimilable à la force majeure devrait conduire à un défaut d'assurance. En effet, en droit civil, la force majeure confère au débiteur d'une obligation un effet exonératoire. Appliqué au droit des assurances, l'assureur devrait ainsi être dégagé de son obligation de garantie. Cependant, le caractère non assurable de la catastrophe naturelle a été dépassé par le législateur qui a rendu obligatoire l'extension de garantie catastrophes naturelles pour tout contrat socle Iard souscrit⁽²⁾.

C'est ainsi qu'en France, deux dispositifs se conjuguent pour couvrir les dommages aux biens provoqués par les « événements naturels ». Le premier est le régime légal de garantie des catastrophes naturelles. Suivant ce régime, les contrats d'assurance garantissant les dommages d'incendie ou tous autres dommages à des biens situés en France doivent garantir l'assuré contre les effets d'une catastrophe naturelle. Issu de la loi du 13 juillet 1982⁽³⁾, il concerne les dommages matériels. D'après l'article L. 125-2 du code des assurances, « les entreprises d'assurance doivent insérer dans les contrats » garantissant les dommages d'incendie - ou tous autres dommages à des biens situés en France ainsi que les dommages aux corps de véhicules terrestres à moteur - « une clause étendant leur garantie aux dommages » matériels directs non assurables ayant eu pour cause déterminante l'intensité anormale d'un agent naturel. Le second régime - le conventionnel - garantie tempêtes, ouragans et cyclones. Ces deux garanties sont obligatoirement incluses dans les contrats d'assurance de dommages multirisques habitation, multirisques entreprise, pertes d'exploitation, assurance automobile comprenant une garantie dommages.

La mise en œuvre de ces garanties obligatoires a été depuis leur instauration de plus en plus fréquente à la suite de catastrophes géophysiques et climatiques. En effet, la sinistralité des catastrophes naturelles n'a eu de cesse de s'accroître depuis près de 30 ans. C'est ainsi qu'en 1985, on dénombrait 50 grandes inondations, contre plus de 200 en 2005. En 2003, le secteur Cat' nat en France a connu un pic avec un coût global bien supérieur à 2 Md€⁽⁴⁾.

Il n'est pas ici question de s'attarder sur l'augmentation soit en quantité, soit en intensité des catastrophes naturelles et des coûts générés. Partant du constat d'une sinistralité bien plus importante d'année en année, la question aujourd'hui passée de la quantification des catastrophes naturelles est remplacée par celle de leur financement qui devient un sujet majeur pour l'équilibre économique de la branche. Si la stabilité financière n'a pas encore été pour l'heure durablement menacée, quoique rendue difficile, l'intensité des catastrophes naturelles de ces dernières années remet en question le régime existant.

UN ÉQUILIBRE FINANCIER ARDU

Outre une tendance haussière de la fréquence des catastrophes naturelles et de leur amplitude, leur impact est d'autant plus important que les conséquences sur l'économie sont de

plus en plus marquées. En effet, le développement économique et financier constant conduit à ce que si une catastrophe naturelle d'hier se reproduisait aujourd'hui, elle engendrerait des coûts de loin supérieurs à ceux de l'époque. Pour s'en convaincre, la normalisation réalisée en 1989 par la Tokai Bank a évalué qu'une répétition contemporaine du séisme de 1923, qui a détruit Tokyo et causé 1 Md\$ (valeur actualisée) de dommages, provoquerait des dommages matériels dépassant aujourd'hui 1 000 Md\$, en ce non compris les dommages indirects et les vies humaines. C'est ainsi que l'impact économique contemporain des catastrophes naturelles fragilise l'équilibre financier et que la question du financement des catastrophes naturelles doit être par conséquent fréquemment revue.

Cependant, la question du financement des catastrophes naturelles pose en France deux difficultés principales. La première est liée au caractère tarifé de la prime. La seconde, quant à elle, est liée à la quasi-impossibilité de mutualiser le risque catastrophes naturelles en raison de l'étendue géographique du sinistre. Suivant l'article L. 125-2 du code des assurances, la garantie Cat' nat « est couverte par une prime ou cotisation additionnelle [...] et calculée à partir d'un taux unique ». L'article A. 125-2 du code des assurances⁽⁶⁾ fixe cette prime à « 12 % de l'ensemble des primes ou cotisations afférentes au contrat ». Il est d'ailleurs à noter que ce taux est resté inchangé depuis 1999⁽⁷⁾.

C'est ici la tarification de la prime d'assurance Cat' nat qui est instaurée par le biais de l'article A. 125-2 du code des assurances. La fixation de la prime catastrophes naturelles devient ainsi déconnectée de la sinistralité de l'année antérieure. Ceci pose à l'évidence une difficulté quant au financement des indemnités d'assurance à verser en cas de réalisation d'une catastrophe naturelle, l'assureur ne pouvant pas moduler la prime de l'année N en fonction de l'année N-1. La survenance de catastrophes majeures répétées pourrait ainsi rendre difficile l'équilibre financier du secteur.

Par ailleurs, la difficulté liée à la tarification de la prime catastrophes naturelles est amplifiée par la disparition de la mutualisation des risques pour les risques catastrophiques. En effet, lors de la survenance d'une catastrophe naturelle, l'intensité de l'événement naturel est telle que c'est l'ensemble ou à tout le moins la quasi-totalité de la masse des assurés qui est touchée par le sinistre. A l'inverse, dans une assurance de dommages aux biens classique, seule une partie de la masse des assurés est touchée à un même instant. Si dans une assurance Iard classique l'assureur est en mesure, au travers de la dispersion du risque garanti, de réduire les réalisations concomitantes de sinistres et par conséquent son exposition, dans l'hypothèse d'une catastrophe naturelle, cette dispersion est impossible et l'exposition de l'assureur est maximale. Les tempêtes de 1999 ou la sécheresse de 2003 montrent le risque d'une entendue géographique importante du sinistre catastrophes naturelles. C'est ainsi que les assureurs Iard ne pouvant rééquilibrer en année N leurs primes du fait de la tarification et de l'impossibilité de procéder à toute mutualisation du risque catastrophes naturelles, ils se trouvent

La fixation de la prime Cat' nat devient ainsi déconnectée de la sinistralité de l'année antérieure.

A retenir

- 1 L'intensité des catastrophes naturelles n'a eu de cesse de croître depuis les années 1990, conduisant à une augmentation du coût du capital sur le marché de la réassurance. Les assureurs ont donc été contraints de trouver des modes alternatifs de financement.
- 2 La titrisation des risques de catastrophes naturelles s'est imposée comme un mécanisme accessible offrant une source de financement rapidement mobilisable.
- 3 A terme, il est envisagé qu'environ 20 % de la capacité assurance des risques de catastrophes naturelles passera par la titrisation du risque considéré.
- 4 Cette simplicité apparente ne doit pas occulter le risque de requalification en contrat d'assurance de l'opération financière et déclencher ainsi l'application des règles de droit des assurances et d'intermédiation en assurance.

privés des moyens habituels permettant l'équilibre financier du secteur.

Le recours à un mode alternatif de financement doit par conséquent être envisagé par les assureurs pour pouvoir mobiliser des sommes très importantes dans un laps de temps très court. En effet, afin de préserver l'outil de production et de création de richesses, les assureurs doivent indemniser dans des temps records leurs assurés afin que la catastrophe naturelle ne se transforme pas en une catastrophe économique.

LE RECOURS À LA TITRISATION DU RISQUE CAT' NAT

Le recours à la titrisation du risque catastrophes naturelles conduit à s'interroger sur son mécanisme, mais aussi sur le risque de requalification de l'opération financière en contrat d'assurance.

► Le mécanisme de la titrisation du risque Cat' nat

Traditionnellement, les assureurs se sont tournés exclusivement vers les réassureurs pour emprunter hors bilan, afin de relâcher la pression exercée sur leurs fonds propres exposés aux risques qu'ils garantissent. Mais, une suite de catastrophes de grande envergure peut provoquer une augmentation du coût du capital sur le marché de la réassurance en raison d'un défaut de financement.

L'ouragan Andrew du 16 août 1992, qui a causé 26 Md\$ de dégâts, et le tremblement de terre de Northridge à Los Angeles du 17 janvier 1994, qui a causé quant à lui 30 Md\$ de dégâts⁽⁷⁾, ont conduit à une forte augmentation du coût de la réassurance. En 1998, le montant de la tempête de verglas au Canada s'est élevé, selon le Bureau d'assurance du Canada, à 5,4 Md\$⁽⁸⁾. Le séisme d'avril 2009 dans les Abruzzes en Italie, dont le coût est estimé à 12 Md€⁽⁹⁾, rappelle l'importance du risque catastrophes naturelles pour les assureurs. Dès les années 2000, la profession relevait que « l'assurance manque de fonds propres pour couvrir certains risques extrêmement volatiles comme les catastrophes »

► naturelles ; les capacités financières de tous les assureurs et réassureurs réunies ne suffiraient pas à couvrir l'intégralité des dégâts causés par un tremblement de terre majeur aux Etats-Unis »⁽¹⁰⁾. Pour faire face à cette difficulté, les assureurs se sont alors tournés vers la titrisation des risques géophysiques et climatiques.

Au travers de la titrisation du risque catastrophes naturelles, l'assurance transfère sur les marchés financiers une partie de celui-ci et allège ainsi le marché de la réassurance.

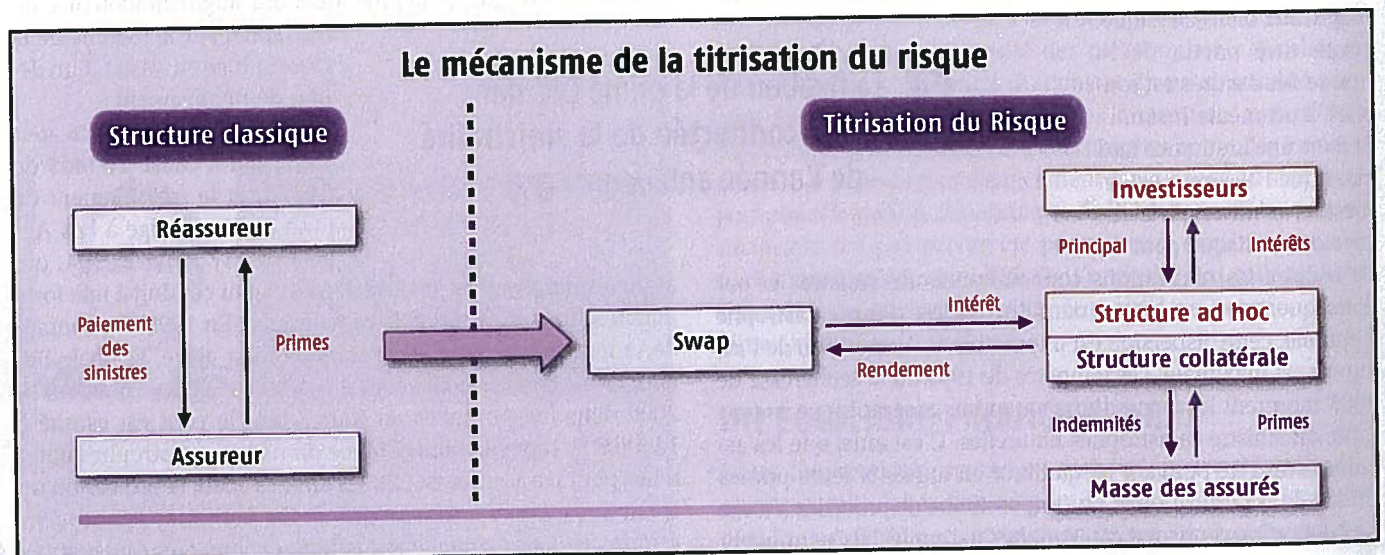
// Au travers de la titrisation du risque catastrophe naturelle, l'assurance transfère sur les marchés financiers une partie de celui-ci. //

Le mécanisme de la titrisation est le suivant. Un assureur ou un réassureur crée une structure *ad hoc*. Celui-ci émettra un produit financier (obligations *cat bonds* ou parts d'OPCVM) qu'il proposera à des investisseurs, généralement institutionnels. Les sommes investies dans le produit financier par les investisseurs est conservée par la structure *ad hoc*. Pendant la durée du placement, en l'absence de la réalisation d'un sinistre catastrophe naturelle prédéfini, les investisseurs perçoivent des intérêts. A l'échéance du placement, si aucun sinistre Cat' nat prédéfini ne s'est réalisé, alors les investisseurs récupèrent leur mise. En revanche, si pendant la durée du placement, un sinistre catastrophe naturelle prédéfini intervient, alors l'investisseur perd tout ou partie du capital investi et ne perçoit naturellement plus d'intérêt. Le capital investi est alors immédiatement disponible pour l'assureur ou le réassureur qui peut le mobiliser pour financer la réparation des dommages subis. Les *cat bonds* ou autrement dénommés obligations-catastrophes, qui ont fait leur apparition au début des années 1990, sont émis après une modélisation détaillée. Celle-ci comporte schématiquement trois étapes. La première aboutit à établir une base de données d'événements catastrophiques dans des

scénarii de réalisation possible. La deuxième étape conduit quant à elle à évaluer le coût des dégâts provoqués pour chaque événement catastrophique. Enfin, la troisième étape évalue les pertes subies au niveau des contrats d'assurance et de réassurance. Une fois la modélisation ainsi effectuée, le *cat bond* est émis.

Si ces produits paraissent utiliser une haute technicité financière, ils ne sont pas sans rappeler le mécanisme de l'ancien prêt à la grosse (la grosse aventure maritime) de la Grèce ou de la Rome antique qui donna naissance en 1336 aux premiers contrats d'assurance maritime. Ce parallélisme pourrait conduire à penser que la titrisation des risques annonce une modification future du mode de financement de certains risques catastrophiques. Les observateurs du marché de la titrisation des risques ou des *insurance linked securities* estiment que ce mécanisme devrait couvrir, à terme, environ 20 % de la capacité assurance des risques de catastrophes naturelles.

D'abord confidentiel, le recours à la titrisation des risques a connu une croissance forte à mesure que les catastrophes naturelles d'une grande ampleur progressaient. C'est ainsi que l'encours en 2002 du marché de la titrisation des risques climatiques, qui avoisinait les 2 Md€, dépassait finalement, en 2007, les 14 Md€. Entre 1997 et 2006, le volume d'émission des *cat bonds* a augmenté d'environ 300 % et a doublé pour la seule année 2006 durant laquelle 5 Md\$ de *cat bonds* ont été émis. Il est intéressant de relever deux différences majeures entre le recours classique à la réassurance pour faire face à un sinistre catastrophique et le recours au mécanisme de la titrisation. La première différence est relative au champ d'application qui pour la réassurance concerne presque tous les risques alors qu'il est principalement limité aux catastrophes naturelles pour la titrisation. Ainsi, la titrisation ne peut pas se concevoir comme un mode global d'équilibre financier de l'assurance. Son champ d'application est donc étroit. La seconde différence notable concerne l'élément déclencheur. Dans le cadre de la réassurance, celui-ci est unique et est constitué du paiement des sinistres effectifs. Dans le cadre de la titrisation l'élément déclencheur peut ainsi être varié. Ainsi, le déclencheur peut être paramétrique, relever d'un indice sectoriel, de sinistres modélisés ou des indemnités versées. Aussi, l'émission de dérivés climatiques ou de *cat bonds* permet aux assureurs ou réassu-



reurs de répondre spécifiquement à leur besoin de financement. Le marché de la titrisation des risques se concentre au Chicago Board of Trade et au Bermuda Commodity Exchange.

► La requalification de la titrisation du risque Cat' nat

Le recours à la titrisation des risques climatiques n'est pas une panacée. S'il s'agit d'un mode alternatif intéressant de financement des catastrophes naturelles, la création d'un dérivé climatique doit faire l'objet de nombreuses précautions pour ne pas risquer une requalification en contrat d'assurance. En effet, les similitudes entre les deux mécanismes sont particulièrement proches. La requalification de l'opération financière en contrat d'assurance conduirait à appliquer les règles de droit des assurances tant aux investisseurs qu'à la structure *ad hoc*, mais également à soumettre aux règles de l'intermédiation en assurance l'établissement bancaire éventuellement distributeur du produit. Tant les investisseurs que les établissements bancaires s'exposeraient alors aux sanctions pénales prévues notamment par le code des assurances.

Il convient en premier lieu de relever la similitude de structure entre le contrat d'assurance et les dérivés climatiques et *cat bonds*. En effet, les investisseurs joueraient le rôle de l'assureur et la structure *ad hoc* serait dans ce cadre l'assuré. En outre, si le produit financier était commercialisé à travers un établissement bancaire, celui-ci jouerait le rôle d'un intermédiaire, ici, d'assureur.

En deuxième lieu, la définition du contrat d'assurance et les éléments caractérisant les dérivés climatiques et *cat bond* sont également semblables. En effet, pour définir une police d'assurance, la jurisprudence retient ⁽¹⁾ la réunion de trois éléments cumulatifs : un risque défini comme futur et imprévisible, une prime payée à l'avance et le paiement d'une indemnité en cas de réalisation du risque défini au contrat. Dans l'hypothèse d'un dérivé climatique, la catastrophe naturelle est bien un risque futur et imprévisible, en l'absence de réalisation de l'événement l'intérêt perçu serait la prime et la perte du capital investi en cas de réalisation du risque serait l'indemnité d'assurance versée. Il est à noter qu'à la différence d'un contrat d'assurance classique, dans l'hypothèse d'un dérivé climatique la prestation pécuniaire (le versement du capital ou paiement de l'indemnité) n'est pas simplement promise à l'assuré, mais est versée dès la souscription. On le voit, les dérivés climatiques et *cat bonds* peuvent répondre à la définition du contrat d'assurance.

En troisième lieu, l'objet du dérivé climatique ou du *cat bond* et celui du contrat d'assurance répondent au même besoin : celui de se garantir contre un risque. La titrisation des risques catastrophiques répond ainsi à la recherche de garantie des contrats d'assurance.

Enfin, tout comme le contrat d'assurance l'ard garantissant par extension les catastrophes naturelles, il n'y a pas avec les dérivés climatiques et *cat bonds* de mutualisation des risques. En effet, dans le schéma structurel évoqué *supra*, l'assuré (structure *ad hoc*) est unique. Dans le cadre d'une assurance catastrophes naturelles, l'étendue géographique de la catastrophe naturelle rend impossible toute mutualisation efficace du risque. Cependant, deux différences majeures éloignent les dérivés climatiques et *cat bonds* de la sphère du droit des assurances et

libèrent ainsi la titrisation des risques catastrophes naturelles d'une éventuelle requalification assurantielle. La première à relever est l'absence de caractère indemnitaires du dérivé cli-

La requalification de l'opération financière en contrat d'assurance conduirait à appliquer les règles de droit des assurances. Tant les investisseurs que les établissements bancaires s'exposeraient alors aux sanctions pénales prévues par le code des assurances.

matique ou du *cat bond*. Si suivant l'article L. 121-1 du code des assurances l'opération d'assurance est nourrie par le principe indemnitaires, l'opération financière de titrisation est déconnectée du *quantum* des dommages provoqués par la catastrophe naturelle. En effet, le montant du capital investi est fixé sans lien direct avec le sinistre catastrophes naturelles. Aussi, il peut être supérieur ou inférieur aux dommages considérés. Par ailleurs, la perte pour l'investisseur du capital n'est pas liée à la preuve d'un dommage effectivement subi, mais par la mise en jeu de déclencheurs automatiques. En outre, si le montant des dommages effectivement subis est inférieur à celui du capital investi, les investisseurs ne récupèrent pas la différence. Par ailleurs, dans le cadre d'un contrat d'assurance, la prestation de l'assureur (le paiement de l'indemnité) est aléatoire, alors que la prestation de l'assuré (le paiement des primes) est certaine. Pour la titrisation de risques catastrophes naturelles, c'est la prestation de l'investisseur (le versement du capital) qui est certaine et celle de la structure *ad hoc* (le versement des intérêts) qui est aléatoire. Aussi, dans le cadre de la similitude structurelle des deux opérations telle qu'envisagée *supra*, les investisseurs jouant le rôle de l'assureur et la structure *ad hoc* celui de l'assuré, c'est la prestation de l'assureur/investisseur qui devient certaine et celle de l'assuré/structure *ad hoc* qui devient aléatoire. L'opération financière de titrisation des risques s'éloigne ainsi très largement de la technique assurantielle. •

(1) Direction de la prévention des pollutions et des risques, « Les événements naturels dommageables en 2007 », juin 2008, n° 2.

(2) Article L. 125-1 alinéa 3 du code des assurances.

(3) Article L. 125-1 alinéa 1^{er} du code des assurances.

(4) Loi n° 82-600 du 13 juillet 1982 relative à l'indemnisation des victimes de catastrophes naturelles, JORF du 14 juillet 1982 p. 2242.

(5) FFSA, « Catastrophes naturelles : l'inondation reste le risque n° 1 en France », 17 décembre 2008.

(6) Arrêté du 27 décembre 2001, NOR : ECOT0191165A, JORF du 30 décembre 2001.

(7) Arrêté du 3 août 1999, JORF du 13 août 1999.

(8) Coste Philippe, « lundi 17 janvier - Quand Los Angeles s'effondrera, L'Express », 22 décembre 1994.

(9) Haggart Blayne, « Les catastrophes naturelles - offre et coût de l'assurance », Bibliothèque du Parlement canadien, 4 juin 2004.

(10) AFP, « Séisme en Italie : 12 Md€ nécessaires pour la reconstruction », 15 avril 2009 - 12 h 23.

(11) Scherer Alexandre, « Le marché des "Insurance Linked Securities" (ILS) », La Revue d'économie financière, avril 2000.

(12) Ccass, Civ, 31 janv. 1965, RGAT, 1957, p. 81 ; Ccass, 1^{er} Civ, 24 avril 1979, RGAT, 1980, p. 50.