



HAL
open science

Crise et régulation des marchés financiers : Quel impact sur les formes mutuelles dans l'assurance ?

Fabrice Roth

► **To cite this version:**

Fabrice Roth. Crise et régulation des marchés financiers : Quel impact sur les formes mutuelles dans l'assurance ?. 2012. halshs-00692342

HAL Id: halshs-00692342

<https://shs.hal.science/halshs-00692342>

Preprint submitted on 3 May 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Crise et régulation des marchés financiers :
Quel impact sur les formes mutuelles dans l'assurance ?

Fabrice Roth[†]

Résumé :

La performance des organisations est un thème classique en finance et en gouvernance. Le principe de la survie organisationnelle postule que les organisations qui survivent dans une activité économique donnée sont celles qui fournissent un produit au prix le plus faible tout en couvrant les coûts d'agence et de production. Cette approche conduit à comparer différentes formes d'organisation en termes d'avantages-coût. Cette question est régulièrement débattue dans le secteur de l'assurance, dans lequel coexistent des sociétés par actions et des mutuelles. Depuis le 19^e siècle, le poids relatif des mutuelles a constamment diminué. Le développement des marchés financiers accompagnant la globalisation de l'économie a naturellement profité aux SA, questionnant la viabilité du mutualisme. Pourtant, la présence encore forte des mutuelles atteste que celles-ci possèdent certains avantages concurrentiels. L'objet de cet article est de présenter ces avantages dans le contexte économique et financier actuel.

[†]Professeur

IAE Lyon

6, cours A. Thomas

69006 Lyon

+33 661 905 708

Roth.fabrice@gmail.com

Crise et régulation des marchés financiers :
Quel impact sur les formes mutuelles dans l'assurance ?

Résumé :

La performance des organisations est un thème classique en finance et en gouvernance. Le principe de la survie organisationnelle postule que les organisations qui survivent dans une activité économique donnée sont celles qui fournissent un produit au prix le plus faible tout en couvrant les coûts d'agence et de production. Cette approche conduit à comparer différentes formes d'organisation en termes d'avantages-coût. Cette question est régulièrement débattue dans le secteur de l'assurance, dans lequel coexistent des sociétés par actions et des mutuelles. Depuis le 19^e siècle, le poids relatif des mutuelles a constamment diminué. Le développement des marchés financiers accompagnant la globalisation de l'économie a naturellement profité aux SA, questionnant la viabilité du mutualisme. Pourtant, la présence encore forte des mutuelles atteste que celles-ci possèdent certains avantages concurrentiels. L'objet de cet article est de présenter ces avantages dans le contexte économique et financier actuel.

La performance des organisations est une thématique classique dans les domaines de la finance et de la gouvernance. Le principe de la survie organisationnelle (Alchian, 1950), qui s'appuie sur celui de la sélection naturelle des espèces, postule que les organisations qui survivent dans une activité économique donnée sont celles qui fournissent un produit au prix le plus faible tout en couvrant les coûts d'agence et de production (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983a, 1983b ; Hansmann, 1985).

Cette approche conduit à comparer différentes formes d'organisation en termes d'avantages-coût. La difficulté majeure tient à l'identification d'une caractéristique organisationnelle suffisamment claire pour permettre la comparaison. La structure de l'actionnariat peut être utilisée à cette fin. La forme juridique également, qui donne lieu à de nombreuses études comparées en droit.

Cette question est toutefois régulièrement débattue dans le secteur de l'assurance, en particulier l'assurance-vie, dans lequel coexistent quasiment depuis l'origine deux formes concurrentes : la société par actions (SA par la suite) et la mutuelle¹.

Depuis la fin du 19^e siècle, le poids relatif des mutuelles a constamment diminué (Zanjani, 2007). A partir des années 80, cette tendance s'est accentuée, de nombreuses compagnies d'assurance se sont converties à l'actionnariat ou ont exprimé leur intention de le faire. Ces derniers changements de forme juridique se sont opérés dans un contexte de forte évolution de l'environnement économique, technologique et réglementaire. Plus précisément, le développement des marchés financiers accompagnant la globalisation de l'économie a naturellement profité aux SA. La viabilité à long terme du mutualisme a été de fait questionnée. Pourtant, plusieurs compagnies parmi les premiers assureurs mondiaux restent des formes mutuelles et ces dernières gardent de fortes positions dans des pays comme la France, l'Allemagne et le Japon (AM Best, 2012, AMICE, 2010). La présence des mutuelles sur tous les grands marchés d'assurance mondiaux semble attester que celles-ci possèdent certains avantages concurrentiels. Pour comprendre la nature exacte de ces avantages, il est utile d'adopter l'angle du gouvernement d'entreprise, et plus précisément une vision cognitive de la gouvernance, qui conduit à s'intéresser à la nature plus ou moins spécifique des relations entre les principales parties prenantes.

Par ailleurs, il existe actuellement un intérêt académique certain sur la crise économique et financière actuelle en relation avec la période de la grande dépression américaine. Au cours de

¹ Nous nous référons ici aux sociétés d'assurance mutuelle (SAM), par exemple en France régies par le code de l'assurance. Aussi, nous excluons du champ de l'analyse les mutuelles régies par le code la mutualité et d'autres formes d'organisation comme les Lloyd's. Par ailleurs, il existe différentes variantes de SAM dans le monde, mais les principes de base restent identiques.

celle-ci, la récession économique et la défiance vis-à-vis des marchés financiers a conduit à un renforcement du mutualisme. Les avantages respectifs de chaque forme doivent donc être discutés à la lumière des bouleversements actuels pour préciser les enjeux qu'affrontent chacune d'elles.

L'objet de cet article est de présenter quelques pistes d'étude propres à la gouvernance des mutuelles d'assurance dans le contexte économique et financier actuel. Dans une première partie, nous présentons les limites de l'organisation mutualiste dans le cadre limité d'une gouvernance des entreprises purement financière. Dans une seconde partie, nous exposons les principaux atouts des formes mutuelles liés à un gouvernement des entreprises fondé sur la connaissance et l'implication des partenaires de l'entreprise. Dans une troisième et dernière partie, nous discutons ces avantages respectifs dans le cadre des évolutions économiques et réglementaires récentes.

1. L'importance de l'accès au marché financier pour les sociétés d'assurance

1.1. Le cadre classique de la gouvernance dans l'assurance

Selon l'approche traditionnelle posée par exemple par Shleifer et Vishny (1997), le gouvernement d'entreprise peut être défini comme un système encadrant ceux qui prennent les décisions d'investissement dans les entreprises, quels types d'investissement sont réalisés et comment les retours sur ces investissements sont distribués. Le gouvernement d'entreprise s'intéresse donc au contrôle de la gestion des moyens et des risques et à la création de valeur, par le biais de mécanismes d'incitation, de contrôle et de sanction.

Le cadre classique de la gouvernance s'intéresse ainsi plus particulièrement à la relation triangulaire entre les créanciers résiduels, les créanciers financiers et les dirigeants. Les incitations reposent pour l'essentiel sur l'accès des dirigeants au capital : par ce biais, les dirigeants sont censés faire converger leurs intérêts avec ceux de leurs mandants, les propriétaires du capital. Le contrôle met en jeu toutes les instances de discussion et d'évaluation des orientations de gestion : en particulier, l'ouverture du conseil d'administration, ou du comité de surveillance, à des administrateurs externes doit préserver l'indépendance du conseil vis-à-vis de l'équipe dirigeante, la création de comités d'audit doit améliorer la qualité de l'information financière communiquée aux investisseurs financiers, en termes à la fois de rentabilité et de risque. Les marchés, enfin, interviennent simultanément

comme facteurs d'incitation, de contrôle et de sanction, qu'il s'agisse des marchés des biens et services de l'entreprise, des marchés financiers ou du marché du travail des dirigeants. Ces mécanismes de gouvernance permettent dans la vision traditionnelle d'augmenter la création de valeur pour l'actionnaire.

Dans ce cadre classique, la principale différence entre les mutuelles d'assurance et les SA tient au statut de la propriété. Une mutuelle ne possède pas de capital social proprement dit mais un fonds d'établissement. Le souscripteur d'un contrat d'assurance auprès d'une mutuelle devient sociétaire par un acte d'adhésion². Aussi, d'une part, une mutuelle n'a pas d'accès direct aux marchés des capitaux, en particulier celui du marché actions ; d'autre part, le sociétaire d'une mutuelle cumule les fonctions de sociétaire et de client de l'entreprise. Cette dernière caractéristique donne un avantage concurrentiel historique à la forme mutuelle en lui permettant de maîtriser naturellement les conflits d'intérêts potentiels entre créanciers financiers et créanciers résiduels de l'entreprise (Mayers et Smith, 1988, 1994). La notion de conflit d'intérêts, lié aux asymétries d'informations entre assureur et assuré et générant des phénomènes de risque moral et de sélection adverse, est cruciale dans l'assurance. Cependant, même un conflit d'intérêts mineur peut graduellement influencer sur l'orientation stratégique d'une compagnie, surtout en assurance-vie. Celle-ci dépend en effet des multiples décisions que la direction est continuellement amenée à prendre. Or, un contrat d'assurance-vie, et plus généralement un placement financier, court sur de nombreuses années. Aussi, l'impact cumulé de ces décisions peut être particulièrement fort. Pour Hansmann (1985), ces conflits d'intérêts potentiels sont des conséquences propres à la nature incomplète des contrats d'assurance-vie. La forme mutuelle est donc une solution organisationnelle naturelle dans cette activité³. Mais une réglementation plus contraignante garantissant les intérêts des souscripteurs vis-à-vis des compagnies d'assurance permet également de diminuer ce coût d'agence. Nous y reviendrons un peu plus loin.

S'expliquant en grande partie par sa capacité à diminuer les conflits d'intérêts potentiels dans la relation assureur – assuré, la forme mutuelle est par contre moins efficace pour circonscrire ceux inhérents aux relations entre les propriétaires de l'entreprise et les dirigeants.

² Il ne bénéficie pas pour autant en retour d'une part sociale, à la différence des formes coopératives dans le secteur bancaire.

³ Garven et Pottier (1995) montrent cependant que les titres participatifs peuvent avoir un effet identique à celui des fusions de fonctions.

Les formes mutuelles posent en premier lieu un problème concernant l'incitation des dirigeants et plus globalement des employés de l'entreprise à œuvrer dans l'intérêt des sociétaires. Rappelons que la propriété totale d'une action de société anonyme procure deux types de droit, un droit résiduel ou droit sur le bénéfice dégagé par l'entreprise, et un droit de vote ou droit de participer au processus de décision dans l'entreprise. Le premier droit, droit pécuniaire, est une garantie minimale que le détenteur de l'action pourra récupérer une partie du capital investi. Le second, droit décisionnel, permet à son détenteur de participer à la valorisation du capital investi en orientant à des degrés divers les décisions de gestion. Cette dichotomie permet de distinguer l'action des agents du résultat de leur action. Dans une société par actions, la participation au capital des dirigeants, et plus généralement des employés de l'entreprise, vise essentiellement le résultat de leur action. L'objectif est de faire converger les intérêts de chacune des parties prenantes. Or, les mutuelles d'assurance n'ont pas la possibilité d'émettre des actions ou des options d'achat d'actions en vue d'aligner les intérêts de leurs dirigeants sur ceux de leurs sociétaires. Les mutuelles peuvent bien prévoir un système de gratification, mais celui-ci ne peut être fondé sur un mode d'évaluation transparent et commun aux deux parties, comme celui fourni par les prix de marché.

En ce qui concerne les organes de discussion et d'évaluation des orientations de gestion, les mutuelles d'assurance, à l'instar des sociétés anonymes fonctionnent avec une assemblée de sociétaires, qui délègue ses pouvoirs à un conseil d'administration. Toutefois, le fonctionnement de ces organes de contrôle conduit ces formes d'organisation à être assimilées aux sociétés à actionnariat diffus, où les actionnaires semblent peu participer au processus de décision. Si l'on prend l'exemple français, la procédure de vote peut être d'abord plus contraignante. L'assemblée des sociétaires ne peut délibérer que sur les questions figurant à l'ordre du jour, qui comporte en règle générale les seules propositions du conseil d'administration (AISAM, 2006). De plus, lorsque la taille de la mutuelle devient importante, l'assemblée des sociétaires est naturellement soumise à des phénomènes de *free riding* ou de passager clandestin, du fait d'un vote *per capita*. Par ailleurs, le conseil d'administration comprend obligatoirement un ou plusieurs administrateurs élus par le personnel salarié, à la différence des sociétés anonymes privées où la représentation des salariés aux organes de surveillance est facultative. L'indépendance du conseil peut donc également être sur ce point

questionnée⁴. Enfin, les administrateurs sont révocables pour faute grave par l'assemblée générale, mais ne sont pas, comme dans les sociétés commerciales, révocables *ad nutum*, c'est-à-dire sans motif, sans préavis et sans indemnité. La dilution des droits de propriété procure donc une marge de manœuvre importante aux dirigeants.

Le problème de l'espace discrétionnaire managérial peut devenir aigu si l'on considère celui du *free cash flow*. Les sociétés mutuelles ne subissent pas de pression sur la rémunération des capitaux propres au sens où celle-ci peut exister dans les sociétés anonymes, en particulier lorsque ces dernières sont cotées. Le marché procure de fait un mécanisme de contrôle sur l'action des dirigeants, *via* le marché des prises de contrôle (Fama et Jensen, 83a, 83b et 85). Les mutuelles ont donc la possibilité d'affecter une plus grande partie de leur résultat aux fonds propres sous forme de réserves. Une plus faible rémunération du capital augmente donc l'espace discrétionnaire des dirigeants.

Cette gouvernance peu orientée vers le contrôle des dirigeants, et qui laisse donc à ces derniers un espace discrétionnaire important, conduit les formes mutuelles, d'une part à exercer leur activité dans des branches peu risquées et, d'autre part, à présenter un niveau de risque moins élevé sur son portefeuille d'investissement (Mayers et Smith, 1988, 1994 ; Lamm-Tennant et Starks, 1993 ; Roth, 1998 ;).

Cette orientation de gestion et de placement sera à rapprocher d'une réglementation récente (solvabilité 2) visant à améliorer la solvabilité des compagnies (voir partie 3).

1.2. Les enjeux spécifiques liés à l'ouverture sur les marchés financiers

L'acquisition de nouveaux clients et les bénéfices réalisés sur les activités correspondantes est, par nature, la base principale qui permet pour une mutuelle le développement de nouvelles affaires. Même si la totalité des bénéfices est conservée au sein de l'entreprise, ce levier de croissance n'est pas forcément suffisant. En effet, un certain nombre de produits, de techniques, comme l'informatique et les compétences clés, sont fortement consommateurs de ressources. Une mutuelle de taille moyenne, qui n'a pas la possibilité d'accéder à ces

⁴ Néanmoins, pour compenser l'absence de mécanisme externe de contrôle, comme les marchés financiers, les mutuelles aux Etats-Unis ont très tôt usé de mécanismes internes comme les administrateurs externes et les comités spécialisés (O'Sullivan et Diacon, 1996).

ressources, subit un effet d'éviction. De plus, une taille importante, qui donne un pouvoir de marché vis-à-vis des principaux fournisseurs, accentue cet effet.

L'avantage premier du financement par les marchés financiers est de financer des perspectives de croissance. Le deuxième avantage est de pouvoir accéder à des ressources financières parfois peu coûteuses. Le troisième avantage est de proposer un mode d'évaluation des entreprises, favorisant les échanges. Dès les années 80, les places boursières de plusieurs pays ont atteint des niveaux de valorisation historiquement élevés, en particulier par rapport aux valeurs de référence traditionnelles comme les bénéfices et les dividendes (Shiller, 2005).

Lorsque la conjoncture est favorable, les sociétés anonymes peuvent tout d'abord profiter directement du dynamisme économique en levant des capitaux sur les marchés. Elles peuvent ensuite facilement procéder à des acquisitions, des opérations de restructuration ou de fusions, en utilisant leurs actions comme monnaie d'échange. Dans ces circonstances, les mutuelles se trouvent désavantagées.

Le poids des marchés financiers sur l'organisation du secteur a été particulièrement important jusqu'aux crises récentes des années 2000 (Campa et Hernando, 2006 ; Campa, 2008). Aujourd'hui, les régulateurs de plusieurs pays (*Volcker Rule*, 2010) suivent une logique d'encadrement beaucoup plus strict des marchés. Néanmoins, un retour sur un passé récent paraît utile.

En automne 1999, le congrès des Etats-Unis votait le « *financial modernization act* » ou loi sur la modernisation des services financiers, dont la principale mesure était d'abroger la loi *Glass-Steagall* de 1933, qui interdisait aux banques de vendre des produits d'assurances. En outre, la loi permettait la création d'une *Mutual Holding Company* permettant de réunir sous une structure de holding des activités de banque, d'investissement et d'assurance. En Europe, la troisième directive européenne de 1994, déplaçant l'accent du contrôle des produits et du prix vers la solvabilité, venait compléter le processus d'unification des marchés d'assurance européens.

Par ailleurs, au cours des années 80-90, la demande des assurés s'était déplacée des contrats d'assurance traditionnels vers les nouveaux produits financiers. Cette évolution avait été accélérée par l'envolée des taux d'intérêt dans les années 80 et les performances des marchés boursiers dans les années 90. Les tendances sociales et démographiques ont également accentué l'intérêt du public pour les placements financiers, que ce soit par les progrès rapides de la médecine ou la baisse de la natalité. Enfin, l'incertitude croissante liée à l'avenir des

régimes publics de retraite par répartition accroissait déjà l'intérêt pour les rentes, souscrites par les particuliers ou par les employeurs.

La déréglementation financière a alors accompagné deux tendances de fond majeures : la convergence des activités et la globalisation des marchés par l'ouverture des frontières et la mondialisation des échanges commerciaux.

Ce mouvement a provoqué une concurrence accrue et une première vague de fusions acquisitions de grande ampleur (Makaew, 2011). Quelles que soient les stratégies poursuivies par les compagnies, l'augmentation rapide de la taille est devenue un facteur important de compétitivité. L'évolution de la demande a poussé de nombreux assureurs à développer ou mettre en place des capacités importantes de gestion d'actifs, et ceci à un niveau international. Aussi, en dehors des possibilités de croissance organique, le recours aux marchés des capitaux, et en particulier des marchés actions, est devenu le moyen de financement privilégié des entreprises. Gestionnaires d'actifs financiers et tributaires dans le même temps pour leur financement des marchés de titres financiers, les entreprises d'assurance, en tant qu'investisseurs institutionnels, se sont retrouvées au cœur du débat sur le gouvernement d'entreprise, dans sa vision financière.

Dans le secteur de l'assurance, ce développement économique et financier a conduit à une vague de démutualisation dans la plupart des pays anglo-saxons, où la réglementation permet les transformations juridiques, et à une évolution des organisations dans d'autres pays, comme la France, où ces transformations sont interdites ou coûteuses⁵.

Ce phénomène a été abondamment documenté dans la littérature académique anglo-saxonne. Par exemple, l'étude de Erhemjamts et Leverty (2010), qui porte sur la période 1995-2004, confirme la tendance observée à la démutualisation dans le secteur de l'assurance-vie aux Etats-Unis par Zanjany (2007). Par ailleurs, ces questions ont été originellement discutées dans le contexte français (Roth, 1998).

Pour accéder aux marchés financiers, les sociétés mutuelles peuvent procéder à une démutualisation partielle en créant une mutuelle holding de contrôle et en filialisant les

⁵ En droit français, la « démutualisation » est impossible. Des textes juridiques prévoient en effet que l'actif net d'une société mutuelle ne peut être transféré qu'à une société de même type. Cela a pour effet de supprimer en pratique tout intérêt pour les sociétaires de voter une démutualisation, sauf circonstances graves où aucune mutuelle ne venant la sauver, une mutuelle serait contrainte à céder son fonds de commerce à une société anonyme.

activités du groupe. Plusieurs schémas sont possibles fonctions du cadre réglementaire auquel est soumise la mutuelle et du degré d'ouverture aux marchés qu'elle souhaite atteindre.

Le principal avantage d'une démutualisation partielle est son coût, comparé à celui d'une démutualisation totale. Toutefois, cette solution conduit également à une structure de contrôle et de financement complexe, qui cumulerait les deux inconvénients en termes d'agence : conflit d'intérêts entre clients et détenteurs du capital non réglé et problème concernant le contrôle du dirigeant. Erhemjants et Leverty (2010) montrent d'ailleurs que le recours à la forme holding s'explique essentiellement par des raisons fiscales.

Un rapprochement entre mutuelles représente une autre solution permettant de réaliser des économies d'échelle, en particulier dans les domaines de la gestion, le développement de nouveaux produits et l'informatique. Toutefois, même si des initiatives sont en cours, ces fusions ne s'opèrent encore surtout qu'à un niveau national, car la législation relative à ces formes de sociétés varie encore sensiblement d'un pays à l'autre (AMICE, 2006, 2011).

Une vision essentiellement financière de la gouvernance montre ainsi que les formes mutuelles subissent un certain nombre de désavantages en termes de coûts d'agence. Les sources d'avantage concurrentiel doivent donc être cherchées ailleurs, en recourant à une vision plus cognitive de la gouvernance. Nous avons déjà discuté ce point lors d'une étude antérieure (Roth, 2002).

2. La gestion des connaissances et le management de la complexité

Pour créer de la valeur en évitant de s'ouvrir sur le capital financier, les formes mutuelles peuvent s'appuyer sur le développement du capital immatériel de l'entreprise. Celui-ci comprend un ensemble d'éléments dont font partie le capital humain, le capital structurel et le capital client. Les derniers développements en matière de gouvernance montrent que le développement de relations spécifiques et qu'un partage de l'information - décision au sein de l'entreprise sont nécessaires à la valorisation de ce capital. On s'attache ainsi à estimer le coût cognitif lié à des divergences entre parties prenantes (Charreaux et Wirtz, 2006).

2.1. Le cadre de la gouvernance cognitive

Les applications liées aux technologies de l'information et de la communication conduisent à une utilisation plus efficace des informations collectées. L'économie passe de l'information sur les partenaires économiques à la connaissance de ces mêmes partenaires.

Parallèlement, le consommateur – entrepreneur a déjà dépassé le stade de la recherche du produit le moins cher possible. En effet, le commerce électronique conduit à une meilleure transparence des prix, en particulier pour les produits simples, et à une augmentation de la sensibilité au prix des consommateurs. Le client devient plus volatil, car les coûts de recherche d'un autre partenaire sont moins élevés. En conséquence, les comportements des consommateurs évoluent, entraînant la modification de l'offre des entreprises. Le consommateur cherche en effet la meilleure valeur possible et se comporte exactement comme un entrepreneur qui essaie de maximiser un investissement et de définir un retour sur investissement. L'entreprise doit dès lors apporter au consommateur davantage que par le passé. En particulier, elle doit offrir de plus en plus du service et des conseils. Pour générer de la valeur, il faut donc qu'elle se différencie de ses concurrents.

2.1.1. Capital spécifique et valeur partenariale

Les travaux académiques récents, à partir par exemple des pistes ouvertes par Rajan et Zingales (1998) et O'Sullivan (2000), soulignent le rôle déterminant joué dans la nouvelle économie par le capital associé aux compétences spécifiques des salariés pour créer de la valeur. Un capital devient spécifique lorsque sa valeur est en grande partie liée au cadre de la relation dans lequel il a été constitué (Williamson, 1975, 1985). Le système de gouvernance doit alors protéger la valeur du capital humain des salariés accumulé au travers des investissements spécifiques réalisés. L'entreprise devient un « noeud d'investissements spécifiques » : une combinaison d'actifs et de personnes mutuellement spécialisés. Le rôle de la gouvernance ne se réduit plus au contrôle de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants mais s'élargit pour devenir un système de contrôle des différents schémas possibles organisant les fonctions d'allocation de l'information et de la connaissance entre les différents participants à l'organisation, les parties prenantes (Freeman, 1984). La création de valeur repose également sur les compétences particulières offertes, notamment dans des relations de coopération de longue durée, comme celles qui intéressent les clients.

2.1.2. La gouvernance cognitive

L'approche par les parties prenantes, en particulier dans le secteur financier, accorde encore une grande place à la résolution des conflits d'intérêts, dans un cadre d'asymétrie d'informations. Les agents économiques sont toujours supposés partager une même représentation de la réalité, même si l'on rappelle régulièrement depuis Cyert et March (1963) les insuffisances du modèle comportemental classique. Le lien ténu entre les organisations du secteur financier et les marchés financiers l'explique évidemment en grande partie. Les positions occupées au sein de l'entreprise, et l'accès à certaines informations, constituent le fondement sur lequel se construit le système de gouvernance, à base de contrôle et d'incitations, dans le but de maximiser la création de valeur. Ce constat s'explique par ailleurs par la difficulté à tracer une frontière précise entre des situations d'asymétrie d'informations et d'asymétrie cognitive, ces dernières conduisant à une réflexion sur le schéma cognitif des acteurs. Or, ce modèle cognitif est à la base du processus proprement dit de création de valeur, puisqu'il détermine les choix d'investissements réalisés. Les approches cognitives de l'entreprise accordent une importance centrale, non pas à la conciliation des intérêts, mais à

celle de la coordination qualitative, de l'alignement des schémas cognitifs et des anticipations, qui réduit globalement les coûts des conflits (Charreaux et Wirtz, 2006). Si l'entreprise se fonde principalement sur une base renouvelée de connaissances, la création de valeur dépend en priorité de l'identité et des compétences de la firme, conçue comme un ensemble cohérent.

2.2. Les sources de valeur pour les formes mutuelles

L'activité des sociétés d'assurance, plus que d'autres acteurs économiques, s'appuie sur leurs stocks d'informations continuellement enrichis. A partir de ces bases informationnelles, elles peuvent construire des systèmes d'aide à la décision ou des systèmes informationnels évolués. Dans ce contexte, il est nécessaire de connaître la manière dont sont structurées les informations disponibles, la manière dont l'entreprise souhaite qu'elles soient structurées à l'avenir et le type d'information dont elle a besoin. Il faut également effectuer un choix clair entre un système de base de données fondé sur les personnes ou fondé sur les contrats.

2.2.1. La valeur client

Le développement de ce qui est appelé « capital client » consiste ainsi à fonder ses choix stratégiques sur la connaissance fine des attentes et de la valeur ajoutée de chaque client ou groupe de clients. Sur cette base, il s'agit alors d'adapter systématiquement l'offre à chaque segment ou micro-segment, afin de répondre rentablement aux attentes les plus valorisées par ses clients. Mais sa mise en œuvre suppose à la fois de savoir évaluer la valeur ajoutée à long terme de la relation avec chaque client, de connaître finement les attentes de chaque segment ou micro-segment de clientèle, de savoir multiplier les offres sans multiplier les coûts, d'introduire ou développer une démarche récurrente de test et d'apprentissage.

Il ne s'agit donc pas avant tout d'une simple question de niveau d'investissement informatique. Pour transformer l'information en connaissance, des moyens supplémentaires peuvent s'avérer nécessaire, comme la maîtrise de compétences analytiques fortes (analyses marketing sur les attentes des clients, modélisation des comportements, création des modèles de calcul de la valeur à long terme) et de processus (Nonaka et *al.*, 2000). Mais renforcer les compétences et les moyens des équipes marketing n'est pas suffisant. En effet, la conception des produits est importante, mais le passage à l'acte l'est encore plus. Une fois l'offre définie,

il faut la mettre rapidement sur le marché, recueillir les réactions des clients au plus près du terrain, et en tirer les conséquences pour réagir au plus vite dans l'exécution de l'offre.

Historiquement, les formes mutuelles se sont développées en s'appuyant sur cette proximité avec les assurés (Hansmann, 1985). A leur création, la clientèle des sociétés mutuelles était homogène (base locale ou professionnelle) et de taille réduite, ce qui évitait les problèmes de *free-riding* ou de passager clandestin sur le terrain. En réduisant les problèmes d'asymétrie d'information entre clients-sociétaires et compagnies, l'acquisition d'information devenait moins coûteuse.

Par ailleurs, la crédibilité à long terme a joué un rôle déterminant dans le développement des mutuelles. Par exemple, une police d'assurance-vie est un contrat à long terme qui peut courir sur plusieurs dizaine d'années. Pour que ce contrat soit crédible, le preneur d'assurance doit être convaincu que l'assureur a la compétence et l'intégrité nécessaires pour honorer jusqu'au bout ses engagements. Or, tout contrat d'assurance-vie comporte des incertitudes qui peuvent anéantir tous les efforts que l'assureur aurait faits pour conserver des capacités suffisantes : les taux de mortalité peuvent s'écarter des prévisions, le revenu des placements est moins bon que prévu, etc. Les mutuelles étant détenues par leurs assurés, les dirigeants n'ont guère intérêt à se comporter de manière opportuniste, en maintenant les réserves à un faible niveau ou en optant pour une politique de placement agressive.

Dans le secteur de l'assurance-dommages, où les affaires sont généralement à plus brève échéance que dans le secteur vie, le problème des conflits entre clients et détenteurs de capital se pose de manière moins aiguë. C'est la connaissance du client qui devient l'avantage décisif pour les mutuelles, comparées aux SA. De fait, les membres d'un même corps de métier sont souvent mieux placés qu'un lointain assureur pour identifier et évaluer les risques auxquels ils sont exposés. Un autre avantage est la pression morale exercée sur les membres de la mutuelle : un assuré est moins enclin à tromper ses pairs qu'un lointain assureur.

Finalement, les formes mutuelles ont la possibilité de s'appuyer sur leur force naturelle, à savoir une bonne connaissance des besoins et des risques, pour valoriser le capital client. De plus, Lorsqu'on est en présence d'activités financières intégrées, la proximité conduit au développement d'une relation de confiance entre le chargé de clientèle et son client, favorisée par une relation de long terme. Cette confiance permet d'économiser sur les coûts de contrôle – incitation et est nécessaire au développement de relations spécifiques.

2.2.2. Organiser la complexité

Les procédés qui permettent de créer des produits d'assurance personnalisés et individualisés sont également élaborés à partir des données sur les comportements et les attentes des clients. Les sociétés d'assurance doivent donc se doter d'une stratégie de gestion intégrée des relations avec la clientèle et d'une infrastructure de soutien appropriée afin que l'information requise soit recueillie à tous les points de contact avec la clientèle. Les connaissances acquises peuvent ainsi être utilisées pour créer des produits répondant aux attentes de la clientèle. Les procédés et l'infrastructure de l'entreprise doivent donc être souples et adaptables, pour saisir les nouvelles occasions qui se présentent. La structure organisationnelle, fortement ascendante, doit favoriser la rapidité de la mise sur le marché de nouveaux produits et la personnalisation de l'offre grâce à une interaction individualisée. On retrouve là les principes de la décentralisation décisionnelle chère à la théorie de l'architecture organisationnelle (TAO) (Brickley et *al.*, 1997, 2001).

Les effets liés aux nouvelles technologies de l'information et de la communication provoquent donc également une transformation de la production d'assurances. Dans ce processus de changement, l'industrie des assurances remet en question le poids de l'administration, pour faire émerger de nouvelles compétences. La flexibilité et la réactivité sont des éléments clés de cette nouvelle organisation, devant répondre à un environnement à la fois complexe et instable (Roth, 2012).

Dans cette nouvelle architecture de l'organisation, la décentralisation du processus de décision concernant le travail peut donc devenir un avantage concurrentiel à partir du moment où l'activité devient complexe et le savoir intensif. Dans le cas contraire, les administrateurs de l'entreprise risquent d'avoir à prendre des décisions stratégiques au-delà de leur expérience, formation ou connaissances. Plus globalement, l'implication du réseau des partenaires économiques est indispensable pour gérer cet ensemble d'informations souvent qualitatives.

Dans cette logique, la représentation des salariés dans un conseil unique n'est pas forcément adéquate. La distance maintenue entre les représentants des différentes parties au conseil et leurs mandants va en effet à l'encontre d'un réseau intégré de partage d'informations et de connaissances. Une structure intermédiaire, avec plusieurs conseils mais selon le principe des comités spécialisés, est une solution évoquée, si l'on a le souci de les ouvrir aux autres partenaires économiques de l'entreprise (Turnbull, 2000, 2011).

Ce type de structure décisionnelle suit donc les préceptes de la TAO. L'organisation traditionnelle des caisses mutualistes, implantées sur une base locale et professionnelle, organisées sur une base fédérative comportant des instances régionales et nationales, en fournit un bon exemple. Sur le terrain, le processus de décision peut être rapide, du fait d'un certain degré d'indépendance dans la stratégie commerciale, au sein de laquelle les caisses occupent la position de clients internes. Par ailleurs, une forte réactivité peut être apportée par la structure décentralisée. Cette organisation sous forme fédérale permet ainsi d'allier les avantages des caisses de proximité à ceux des réseaux d'envergure nationale. En ce sens, la forme mutuelle dispose d'un avantage naturel vis-à-vis des SA, qui reposent sur une vision plus hiérarchique de l'organisation et une spécialisation des tâches⁶.

Enfin, l'histoire du mutualisme a généré une culture d'entreprise spécifique qui peut permettre d'attirer et de conserver les compétences spécifiques nécessaires, en forgeant une forte cohésion entre les membres du groupe. En effet, les signataires d'un pacte d'assurance mutuelle ne recherchent pas originellement le partage éventuel d'un profit mais simplement à se rendre mutuellement le service de l'assurance, selon un idéal de solidarité. La première des raisons pour lesquelles un certain nombre d'acteurs qui cherchent à se couvrir contre des risques ont choisi la forme mutualiste est d'ailleurs historiquement une raison proche de l'idéologie. C'est parce qu'ils estimaient que l'idéal de solidarité ne serait véritablement rempli que s'il y avait une péréquation entre un certain nombre de membres qui décidaient de partager collectivement un sort ou un risque. Il y a des formes d'assurance, notamment dans la santé dans lesquelles les mutuelles ont encore une place très dominante en grande partie pour ces raisons qui sont à l'origine idéologiques. Par ailleurs, à la différence du capitalisme qui repose sous sa forme moderne sur l'association de capitaux, la mutualité s'appuie sur une association de personnes. Finalement, certains dirigeants et employés préfèrent travailler pour une mutuelle, dans la mesure où celle-ci est garante de stabilité et a une vocation sociale.

3. Un environnement économique et réglementaire favorable aux mutuelles ?

⁶ Cole et *al.* (2011), soulignent cependant la complémentarité des parties prenantes pour le contrôle des dirigeants. Par exemple, les courtiers, du fait de leur indépendance et de leur proximité avec leurs clients représentent un contre pouvoir au sein de la compagnie. Pour approfondir cette idée, il serait intéressant d'analyser l'évolution récente des modes de commercialisation des produits financiers dans le secteur financier.

La question de l'accès des mutuelles aux marchés financiers s'est surtout posée dans un contexte de croissance concomitante de l'économie et des marchés actions. Or, si le cours des actions des compagnies d'assurances devait s'établir pour une longue période à un niveau de valorisation beaucoup plus faible, leur utilisation comme monnaie d'échange dans les acquisitions perdrait de l'intérêt, de même que la distribution d'actions et d'options en guise de rémunération des dirigeants⁷. Par ailleurs, une mutuelle est dans une position de force pour racheter une société par actions en cas de baisse des marchés. Enfin, lorsque les SA ont été obligées, sous la pression de leurs actionnaires de se recentrer sur leurs activités les plus rentables, les mutuelles ont pu bénéficier de vente d'actifs ou d'opportunités d'achats, favorisant leur croissance externe. Il n'en reste pas moins que des difficultés à lever des fonds limitent la flexibilité opérationnelle de l'entreprise, notamment lorsqu'il s'agit du lancement dans une nouvelle branche ou de l'implantation sur un nouveau marché.

En revanche, l'avantage détenu par les SA lié à l'accès au marché financier dépend des initiatives du régulateur et de l'activité économique.

Cet argument étant considéré par les auteurs comme majeur pour expliquer le choix de l'une ou l'autre forme d'organisation (Zanjani, 2007), nous le discuterons en relation avec l'évolution de l'environnement économique et réglementaire.

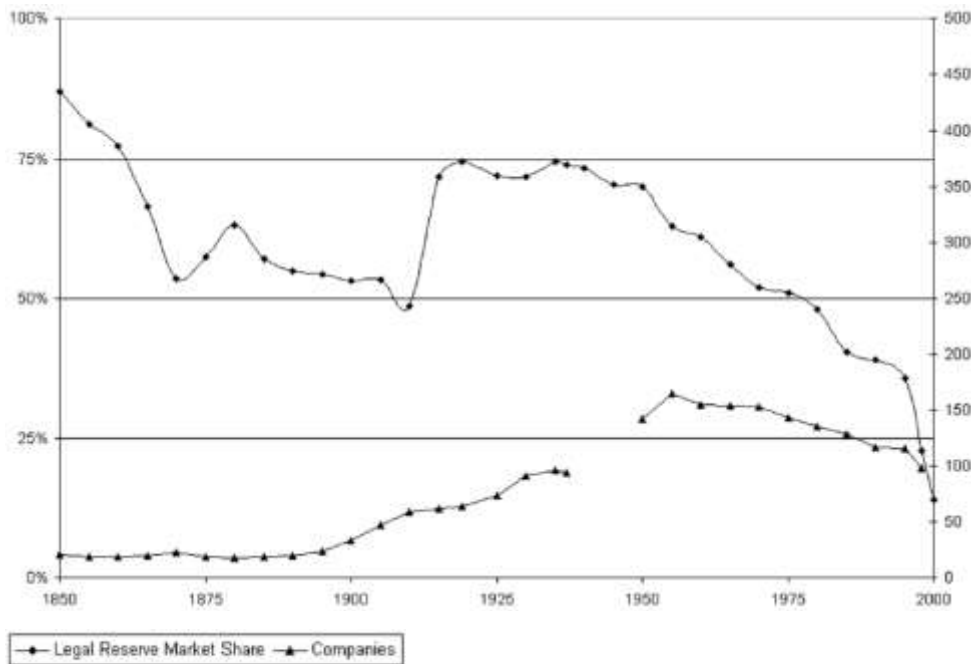
On doit à Zanjani (2007) une analyse approfondie et historique récente sur l'influence de la réglementation sur le choix d'une forme d'organisation dans le secteur de l'assurance-vie⁸. L'auteur rappelle dans un premier temps l'argument légal pour expliquer la tendance à la démutualisation depuis plus d'un siècle dans le secteur de l'assurance-vie aux Etats-Unis (voir graphique 1). Plus précisément, reprenant à son compte les arguments déjà avancés dans la littérature académique par Hansmann (1985, 1996) et au sein des professionnels du secteur (*e.g.* Birkmaier et Laster, 1999 ; Guijarro et Hare, 2002), Zanjani souligne le rôle majeur joué par l'intervention de l'Etat dans les relations entre acteurs et l'équilibre économique du secteur.

⁷ Pottier et Sommer (1998) montrent que l'adoption d'une forme mutuelle peut s'expliquer par une diminution de la discrétion managériale. Dans leur cas, ils se réfèrent à un argument légal déjà exposé par Fletcher (1966), qui attribue les mutualisations du début du 20^e siècle en partie aux restrictions de la législation Armstrong sur les possibilités de profit des compagnies.

⁸ D'une manière générale, l'article s'inscrit dans un courant étudiant l'influence de la réglementation, de la fiscalité et du financement sur les formes d'organisation. L'accès aux marchés financiers, la politique financière et la régulation ont été reliés dans de nombreux contextes aux formes d'organisation (*e.g.*, Gentry, 1994 ; Damodaran, Kose et Liu, 1997 ; Coughenour et Deli, 2002 ; Hodder, McAnally et Weaver, 2003).

Plus spécifiquement, la protection de plus en plus importante apportée par l'Etat aux consommateurs⁹ atténue le conflit d'intérêts potentiel entre souscripteurs et actionnaires. De fait, l'un des avantages naturels des mutuelles diminue, au profit des sociétés par actions. L'auteur explique ainsi la tendance lourde à la démutualisation dans le secteur.

Graphique 1 – Evolution du poids du secteur mutualiste dans l'assurance-vie 1850-2000



Source : Zanjani, 2007.

Pour approfondir cette question, Zanjani s'intéresse ensuite aux raisons du choix de la forme juridique lors de la création des compagnies d'assurance¹⁰. De nouveau, l'auteur note l'influence de la réglementation sur le choix de la forme juridique, mais en insistant cette fois sur la caractéristique procurant *a priori* un avantage aux sociétés par actions : l'accès au capital financier. Plus précisément, il montre que les mutuelles se créent dans les états américains, où le capital requis est faible pour les mutuelles et élevé pour les sociétés. Aussi le point crucial apparaît-il être lié à la difficulté pour les mutuelles de lever des fonds importants (Harrington et Niehaus, 2002 ; Cummins et Viswanathan, 2003)¹¹.

Autrement dit, la réglementation peut influencer sur le choix d'une forme d'organisation, d'une part au travers de la protection du souscripteur, atténuant ainsi l'avantage-coût de la mutuelle,

⁹ On pourra établir une analogie avec la garantie des dépôts des clients des établissements financiers.

¹⁰ L'auteur se focalise sur la première moitié du 20^e siècle.

¹¹ Knight (1920) notait déjà l'impact négatif sur la formation de mutuelles de la diffusion, dans les années 1850, des lois de l'Etat de New York, qui imposait un montant de capital nécessaire pour créer une entreprise d'assurance-vie.

d'autre part au travers de l'accès au capital, augmentant ainsi l'avantage-coût de la société par actions.

Néanmoins, ce deuxième argument ne peut être déconnecté du contexte économique, l'accès au marché des capitaux dépendant d'un coût qui varie avec les conditions économiques. Par ailleurs, cet avantage prêté aux sociétés par actions joue naturellement un rôle plus important en cas de croissance économique forte, nécessitant des besoins en capitaux plus importants¹².

Ce double impact de l'économie sur le choix de la forme organisationnelle est plus sensible, et dès lors plus compréhensible, dans un contexte de crise. Zanjani montre par exemple un recours important à la forme mutuelle durant la grande dépression des années 30 (voir tableau 1). Evidemment, plusieurs explications complémentaires peuvent être à l'origine de ce phénomène. Toutefois, dans la logique de l'argument financier évoqué plus haut, un lien peut être établi entre la difficulté à lever des fonds pendant les périodes de crise et un moindre recours à la société par actions. Cette relation a été établie par ailleurs (Smith et Stutzer, 1995).

Tableau 1 – Créations de compagnies d'assurance-vie par forme juridique (1900-1949)

Decade	Stock	Mutual	Mutual share
1900–1909	173	41	19%
1910–1919	138	22	14%
1920–1929	170	49	22%
1930–1939	62	58	48%
1940–1949	132	36	21%
Totals	675	206	23%

Source : Zanjani, 2007.

Les caractéristiques économiques principales de la crise, à l'instar de celle des années 30, doivent donc être précisées. En premier lieu, une crise majeure se situe dans une phase dépressive d'un cycle économique long. Dans ce cas, l'activité économique est faible avec des

¹² Après 1950, l'augmentation des contraintes en capital et le développement des marchés financiers a accentué l'avantage des sociétés.

prévisions de croissance également basses. En second lieu, une période de crise génère une forte incertitude du fait par exemple de turbulences propres à une phase de « destruction créatrice » (Schumpeter, 1942).

Ces deux raisons conduisent à une élévation de la prime de risque sur les marchés, et une augmentation du coût des capitaux propres du fait d'une baisse des marchés actions. Dans ce cas, les levées de fonds deviennent plus coûteuses et la société par actions perd l'un de ses avantages comparatifs¹³.

Au-delà de l'impact sur le coût du capital, un niveau élevé d'incertitude conduit à une crise de confiance et à une élévation des coûts résiduels d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cette situation fait passer l'organisation des relations entre parties prenantes d'un contexte d'asymétrie d'informations à celui de dissonance cognitive, pour lequel, comme nous l'avons souligné plus haut, la forme mutuelle possède des avantages naturels.

Enfin, l'étude de l'influence d'une crise sur le choix d'une forme d'organisation, *via* le coût du capital, doit également prendre en compte le facteur politique. En effet, le niveau de garantie que peut apporter un Etat aux souscripteurs des produits d'assurance n'est pas « gratuit ». En se substituant au contrôle exercé naturellement par les clients des compagnies, l'Etat assume dès lors un risque qui doit être rémunéré, et qui peut le conduire, en cas de crise, à remettre en question sa nature d'emprunteur sans risque. Ce point est évidemment abondamment souligné depuis les premières crises financières des *Savings & Loans* des années 80. La remise en cause de ce statut a un double effet de nouveau déstabilisateur sur les bilans des compagnies d'assurance. D'une part, elle élève globalement le niveau de risque sur le portefeuille d'actifs, avec des effets de leviers liés au niveau de risque initial pris par la compagnie. D'autre part, elle complique l'évaluation des actifs du fait des modèles utilisés. Par ailleurs, et en écho à cet effet induit, Pastor et Veronesi (2011) montrent que l'incertitude politique augmente la prime de risque, en particulier lorsque les conditions économiques sont mauvaises.

A l'instar du secteur bancaire, le secteur de l'assurance en Europe est actuellement soumis aux effets de la future directive Solvabilité 2, effets à mesurer dans un contexte économique et financier dégradé.

¹³ On peut supposer que cet effet négatif est plus sensible pour des compagnies peu diversifiées à l'international. Dans le cas contraire en effet, les possibilités d'accéder à des marchés financiers plus dynamiques sont plus importantes. On pourra prendre l'exemple du repositionnement de la compagnie AXA en Asie-Pacifique.

La directive Solvabilité 2, adoptée en 2009, et devant s'appliquer initialement au 1^{er} janvier 2013, prévoit la réforme des règles européennes garantissant la solvabilité des sociétés d'assurances, donc leur capacité à respecter les engagements qu'elles prennent auprès de leurs clients. Cette solvabilité dépend des trois principales ressources qu'elles détiennent – provisions, fonds propres et actifs détenus (actions, obligations, etc.) – pour faire face à ces engagements.

Selon Solvabilité 2, le niveau des capitaux propres des assureurs devra être proportionnel au risque des actifs qu'ils détiennent ou à l'importance des garanties qu'ils proposent à leurs assurés : plus un actif est risqué, plus une garantie est importante, et plus l'exigence en capitaux propres devra être élevée. Par ailleurs, l'évaluation des actifs, en convergence avec la réglementation bancaire, devra se faire sur un horizon d'un an, en se fondant sur des valorisations économiques de marché, selon le principe de la *Fair value*.

La première conséquence de cette directive est donc d'augmenter les exigences en fonds propres des compagnies. En première analyse, on peut donc penser qu'elle met de nouveau en exergue l'avantage comparatif des SA, vis-à-vis des mutuelles, quant à l'accès au capital. Pour autant, un contexte de marché difficile, avec des primes de risque élevées, atténue cet avantage. La remarque notée plus haut sur la compagnie AXA souligne à cet égard le caractère crucial d'une taille mondiale pour abaisser le coût du capital. Une distinction devrait ainsi être opérée entre les SA sur le critère de la taille et devrait conduire à anticiper des choix stratégiques plus cruciaux pour les entités de taille plus modeste.

Par ailleurs, Solvabilité 2 établit un lien entre le risque économique supporté par une compagnie sur son portefeuille d'actifs et ses engagements et le montant des fonds propres requis. Or, nous avons souligné plus haut la différence en termes de profil de risque des deux formes d'organisation. Dans la mesure où les mutuelles présenteraient un profil de risque plus faible, on peut penser que cette contrainte sur les fonds propres ne les handicaperait pas autant que les SA.

Une autre caractéristique prégnante de solvabilité 2 se rapporte au contrôle interne des compagnies. Celui-ci crée une double nécessité, qui trouve sa traduction dans les différentes étapes du processus de décision posées par Fama et Jensen (1983a et b) et discutées dans le

cadre de la TAO (Brickley et *al.*, 1997, 2001). D'un côté, il semble indéniable qu'un système de contrôle interne suppose de développer des capacités physiques et humaines nécessaires au suivi des opérations. Les compagnies se retrouvent alors de nouveau confrontées à des obligations de moyens financiers, qui peuvent peser sur les formes mutuelles. D'autre part, le contrôle interne conduit à se situer à un niveau plus décisionnel, pour que les droits décisionnels se rapportent à la maîtrise de connaissances spécifiques. Un environnement complexe, qui requiert une décentralisation du pouvoir, permet ainsi aux formes mutuelles, comme nous en avons développé l'idée plus haut, de s'appuyer sur un avantage comparatif naturel.

Sur ce point du contrôle interne, comme l'avance les auteurs de la TAO pour qui une architecture organisationnelle est efficace lorsqu'elle met en cohérence l'attribution des droits de décision et le système de contrôle, une complémentarité des formes concurrentes semble donc possible¹⁴.

Conclusion

L'étude de la gouvernance des entreprises mutuelles montre que celles-ci possèdent trois types d'atouts. Le premier a trait à la spécificité des relations entre assuré et assureur par le biais du sociétariat. Le second, qui dérive du précédent, concerne la proximité de ces relations, qui débouche sur un schéma cognitif partagé. Ce schéma cognitif est également commun aux employés des mutuelles et forge une culture d'entreprise particulière. Le troisième atout repose sur un principe d'organisation où la prise de décision est originellement décentralisée. Ces trois avantages peuvent permettre de créer de la valeur sur la relation client et de gérer une structure informative complexe.

Jusqu'aux dernières crises économiques financières, ces avantages ont pu compenser une faiblesse naturelle des formes mutuelles vis-à-vis des sociétés par actions : la difficulté d'accéder aux marchés financiers et en particulier au capital actions.

Les crises récentes et une régulation plus contraignante laissent penser que les formes mutuelles de dimension moyenne et tournées vers leurs marchés domestiques européens

¹⁴ On rappellera par ailleurs que le recours aux « règles du jeu organisationnelles » est rendu nécessaire par la défaillance des mécanismes de marché (Jensen et Meckling, 1992).

devraient tirer un avantage d'une moindre activité économique, d'une défiance des marchés et de droits décisionnels plus partagés.

Bibliographie

AISAM (2006), Gouvernance des sociétés d'assurance mutuelles : Etat du droit, 36 pages.

Alchian, A. A. (1950), « Uncertainty, Evolution, and Economic Theory », *The Journal of Political Economy*, 58(3), 211-221.

AM Best (2012), Best's news service.

Birkmaier, U. et Laster, D. (1999), « Are Mutual Insurers an Endangered Species? » *Sigma 4*, Swiss Re.

Brickley, J. et al. (1997), *Managerial Economics and Organizational Architecture*, The Mc Graw-Hill Companies Inc, Irvin.

Brickley, J., Smith, Jr C. et Zimmerman, J. (2001), *Managerial Economics and Organizational Architecture*, McGraw-Hill, New York.

Campa, J. (2008), « The European M&A Industry: Trends, Patterns and Shortcomings », *Working Paper*, University of Navarra.

Campa, J. et Hernando, I. (2006), « M&A performance in the European financial industry », *Journal of Banking and Finance*, 30, 3367–3392.

Charreaux, G. (2001), « Le gouvernement d'entreprise », Papier de recherche, Latec – Crego, Université de Bourgogne.

Charreaux, G. et Wirtz, P. (2006), *Gouvernance des entreprises : Nouvelles perspectives*, Economica.

Choe, H., Masulis, R. W. et Nanda, V. K. (1993), « Common Stock Offerings across the Business Cycle », *Journal of Empirical Finance*, 1(1), 3–31.

Cole, C. R. He, H., McCullough, K. A., Semykina, A. et Sommer, D. W. (2011), « An Empirical Examination of Stakeholder Groups as Monitoring Sources in Corporate Governance », *The Journal of Risk and Insurance*, 78(3), 703-730.

Coughenour, J. F. et Deli, D. N. (2002), « Liquidity Provision and the Organizational Form of NYSE Specialist Firms », *Journal of Finance*, 57(2). 841–69.

Cummins, J. D. et Viswanathan, K. (2003), « Ownership Structure Changes in the Insurance Industry: An Analysis of Demutualization », *Journal of Risk and Insurance*, 70(3), 401–37.

Cyert, R. et March, J. (1963), *A behavioral theory of the firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1963.

Damodaran, A., Kose, J., et Crocker, H. L. (1997), « The Determinants of Organizational Form Changes: Evidence and Implications from Real Estate », *Journal of Financial Economics*, 45(2), 169–92.

Erhemjamts, O. et Leverty, J. T. (2010), « The Demise of the Mutual Organizational Form: An Investigation of the Life Insurance Industry », *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(6).

Fama, E. F. et French, K. R. (1989), « Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, 25(1), 23–49.

Fama, E. F. et Jensen, M. C. (1985), « Organizational Forms and Investment Decisions,' *Journal of Financial Economics* », 14(1).

Fama, E. F. et M. C. Jensen (1983b), « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, 26.

Fama, E.F. et M. C. Jensen (1983a), « Agency problems and residual claims », *Journal of Law and Economics*, 26.

Fletcher, L. P. (1966), « Motivations Underlying the Mutualization of Stock Life Insurance Companies », *Journal of Risk and Insurance*, 33(1), 19–32.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic management : a stakeholders approach*, Pitman, Boston.

Garven, J. R. et Pottier, S. W. (1995), « Incentive Contracting and the Role of Participation Rights in Stock Insurers », *The Journal of Risk and Insurance*, 62(2), 253-270.

Gentry, W. H. (1994), « Taxes, Financial Decisions, and Organizational Form: Evidence from Publicly Traded Partnerships », *Journal of Public Economics*, 53(2), 223–44.

Graham, J. R. et Campbell, R. H. (2005), « The Long-Run Equity Risk Premium », *Finance Research Letters*, 2(4), 185– 94.

Guijarro, P. et Hare, D. J. P. (2002), « Corporate Diversity and the Provision of Financial Services », *British Actuarial Journal*, 8(4): 643–84.

Hansmann, H. (1985), « The Organization of Insurance Companies: Mutual versus Stock », *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1(1), 125–53.

Hansmann, H. (1996), *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.

Harrington, S. E. et Niehaus, G. (2002), « Capital Structure Decisions in the Insurance Industry: Stocks versus Mutuals », *Journal of Financial Services Research*, 21(1-2), 145– 63.

Hodder, L., McAnally, M. L. et Weaver, C. D. (2003), « The Influence of Tax and Non-Tax Factors on Banks' Choice of Organizational Form », *Accounting Review*, 78(1), 297–325.

Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (eds), *Contract Economics*, Blackwell, 251- 274.

- Jensen, M. C. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Knight, C. K. (1920), « The History of Life Insurance in the United States to 1870 », PhD diss. University of Pennsylvania.
- Lamm-Tennant, J. et Starks, L. T. (1993), « Stock Versus Mutual Ownership Structures: The Risk Implications », *The Journal of Business*, 66(1), 29-46.
- Makaew, T. (2011), « Waves of International Mergers and Acquisitions », AFA 2012 Chicago Meetings Paper.
- Mayers, D. et Smith, C. W. (1981), « Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets », *Journal of Business*, 54(3), 407–34.
- Mayers, D. et Smith, C. W. (1988), « Ownership Structure Across Lines of Property Casualty Insurance », *Journal of Law and Economics*. 31, 351-378.
- Mayers, D. et Smith, C. W. (1994), « Managerial Discretion, Regulation, and Stock Insurer Ownership Structure », *Journal of Risk and Insurance*, 61(4), 638–55.
- Nonaka, I. *et al.* (2000), *Enabling Knowledge Creation, The Knowledge-Creating Company*, Oxford.
- O'Sullivan, M. (2000), « The innovative enterprise and corporate governance », *Cambridge Journal of Economics*, 24(4), 393-416.
- O'Sullivan N. et Diacon, S. R. (1996), « Internal Governance and Organisational Structure: Some Evidence from the UK Insurance Industry », *Loughborough University Business School Research Series*, 19.
- Pastor, L. et Veronesi, P. (2011), « Political Uncertainty and Risk Premia », *MFI Working Paper Series*, No. 2011-007.
- Pottier, S. W. et Sommer, D. W. (1998), « Regulatory Stringency and New York Licensed Life Insurers », *Journal of Risk and Insurance*, 65(3), 485–502.
- Rajan, R. et Zingales, L. (1998), « The Governance of the New Enterprise », *Working Paper*, University of Chicago, December.
- Roth, F. (1998), « Structures de propriété, pouvoir discrétionnaire managérial et choix d'activité dans l'assurance dommages en France », *Finance Contrôle Stratégie*, 1(1).
- Roth, F. (2000), « Gouvernement des entreprises et stratégie du dirigeant : une étude clinique dans le secteur de l'assurance », *Finance Contrôle Stratégie*, 3(4).
- Roth, F. (2002), « La gouvernance des entreprises d'assurance : les atouts des formes mutuelles », *Revue d'économie financière*, 67.
- Roth, F. (2012), *La gouvernance des entreprises*, Hermes, London.
- Schumpeter, J. A. (1942), *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, Payot, Paris.

Shiller, R. J. (2005), *Irrational Exuberance*, 2nd Revised edition, Princeton University Press.

Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Sigma, « Les sociétés d'assurance mutuelle : fausse « chronique d'une mort annoncée » », Etude N° 4, 1999.

Smith, B. D. et Stutzer, M. J. (1995), « A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry », *Review of Financial Studies*, 8(2), 545-77.

Turnbull, S. (2000), « The competitive advantages of stakeholder mutuals », 12^e Annual Meeting on Socio-Economics, London School of Economics.

Turnbull, S. (2011), *Re-Inventing Governance Using the Laws of Nature*.

Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies. Analysis and antitrust implications*, Free Press, Macmillan.

Williamson, O. E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, Free Press.

Zanjani, G. (2007), « Regulation, Capital, and the Evolution of Organizational Form in US Life Insurance », *The American Economic Review*, 97(3), 973-983.