



**Executive MBA Centre des Hautes Etudes d'Assurances (CHEA)**

**Université Paris Dauphine - PSL**

*Année universitaire 2022 / 2023*

**Course à la croissance ou quête de rentabilité :  
les Assurtechs françaises prises en tenaille ?**

Nicolas Guérit – René Harig – Christophe Lefèvre

Octobre 2023

## Remerciements

Nous tenons à exprimer notre gratitude envers toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de ce mémoire.

Nous remercions en premier lieu l'équipe pédagogique du CHEA. Les échanges préparatoires avec les co-directeurs Frédéric GONAND et Olivier MURAIRE nous ont permis de structurer et de préciser l'angle d'attaque de ce mémoire. Nous ne pouvons oublier Isabelle PASQUET qui nous facilite la vie tout au long du cursus grâce à son efficacité dans l'organisation des séminaires du MBA.

Nos remerciements s'adressent également aux professionnels du secteur de l'assurance, aux entrepreneurs et aux investisseurs qui nous ont accordé de leur temps pour partager leur vision et débattre de notre sujet.

Enfin, nous tenons particulièrement à exprimer notre reconnaissance à l'ensemble des personnes suivantes qui ont grandement contribué à l'enrichissement de nos analyses par leur relecture critique et leurs commentaires et suggestions :

- Grégory ALLARD, Président / CEO de Filhet Allard
- Céline ARMAND, Directrice Acquisition digitale d'Allianz France
- Jérôme BALMES, Directeur Technologie de France Assureurs
- Frédéric BIZIERE, Head of Leads and Data d'Allianz France
- Pierre BONODOT, Co-fondateur Secrétaire général d'Insurtech France et Directeur Finance et technique d'Intériale Mutuelle
- Jean BOUCHER, Co-fondateur et deputy Managing Director de Mila
- Damien DAMAMME, Co-fondateur et Directeur général de Dattak
- Laurent DE RUGY, Associé fondateur de Novem Consulting
- Sara EL BEKRI, Directrice générale de Friday France
- Grégory GAUDET, Secrétaire général de France Assureurs
- Benoit GENOUX, Directeur commercial régional Sud-Est d'Allianz France
- Alexis HUIGNARD, Directeur d'investissements de Trajan Capital
- Christophe KNAUB, Head of Group Performance Management d'Axa
- Franck LE VALLOIS, Directeur général de France Assureurs

## Résumé

L'assurance est un secteur complexe en pleine mutation, poussé par l'innovation digitale. Les startups, qui ont profité d'afflux massif de capitaux cette dernière décennie pour se financer, ont proliféré sur les retards technologiques des opérateurs historiques. Leur expansion a surtout été initialement une bataille d'acquisition coûteuse sur le marché des particuliers déjà bien équipé. Une minorité d'entre elles est parvenue à contourner les barrières à l'entrée avec une expérience utilisateur prometteuse et des infrastructures intelligentes. Mais l'augure d'une déferlante, observée dans d'autres secteurs, ne s'est pas réalisé.

Minuit a sonné ! Le renversement soudain de l'environnement macroéconomique a contraint les investisseurs à mieux décortiquer les modèles économiques de leurs pépites. Ils les ont mises face à l'épineuse équation entre l'impératif de rentabilité et dynamique de croissance. Pour surmonter cette période de vaches maigres, le retour aux fondamentaux assurantiels s'annonce comme essentiel.

Ce mémoire fait le point détaillé sur l'écosystème des Assurtechs et son financement, tire les enseignements du degré de transformation réalisé jusqu'ici et ouvre des perspectives sur les différentes composantes d'un modèle pérenne. Il s'appuie sur l'analyse approfondie de statistiques et d'études de référence, sur l'étude détaillée de l'offre actuelle d'assurance digitale ainsi que sur des retours d'expérience de membres de la communauté Assurtech.

La réalité complexe du secteur et notamment celle du marché des particuliers pousse les Assurtechs à faire évoluer leur modèle en matière de distribution, de gestion de sinistres et de souscription. Les solutions à mettre en œuvre dépendront du modèle initiale et de la situation financière de chaque Assurtech. Enfin, les nouveaux risques et ceux de niche, qui n'ont pas été jusqu'ici pris d'assaut par les acteurs traditionnels, ainsi que le prometteur modèle de prestataire technologique apparaissent comme des terrains de jeu d'avenir pour libérer le potentiel des Assurtechs.

\*\*\*

**Mots clés** : Assurtech, innovation, technologie, digital, assurance IARD, croissance, rentabilité, investisseurs, entrepreneuriat, startups, disruption.

# Table des matières

Remerciements.....	2
Résumé.....	3
Table des matières .....	4
Introduction .....	5
<b>1. Portées par des levées de fonds successives, les Assurtechs ont émergé en exploitant les faiblesses des assureurs traditionnels, mais leur poids reste encore marginal sur le marché français .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. L'écosystème des Assurtechs tricolores s'est développé au milieu des années 2010 .....</b>	<b>6</b>
1.1.1. Quatre générations d'Assurtechs composent l'écosystème français.....	6
1.1.2. Il existe une diversité d'acteurs et de modèles d'Assurtechs .....	9
<b>1.2. L'abondance de capitaux et la valorisation des Assurtechs comme des entreprises technologiques par les investisseurs privés ont favorisé la création d'une bulle .....</b>	<b>12</b>
1.2.1. Les Assurtechs ont attiré 50 Md\$ de capitaux privés en 10 ans .....	12
1.2.2. Les investisseurs valorisent les Assurtechs comme des entreprises technologiques.....	14
<b>1.3. Les Assurtechs ont développé des actifs technologiques et marketing à fort potentiel .....</b>	<b>17</b>
1.3.1. Les infrastructures informatiques modernes et agiles constituent le socle de développement .	17
1.3.2. La gestion et l'utilisation des <i>data</i> représentent des avantages compétitifs durables .....	20
1.3.3. Les Assurtechs ont développé des parcours digitaux d'acquisition <i>best-in-class</i> .....	23
<b>1.4. Malgré une croissance forte de leurs revenus, le poids des Assurtechs reste marginal sur le marché .....</b>	<b>32</b>
1.4.1. La pénétration du marché demeure faible, notamment sur le segment B2C .....	32
1.4.2. La structure de marché et l'absence d'innovation de rupture sont les principaux freins au développement à l'échelle des Assurtechs .....	35
<b>2. Le durcissement des conditions de financements depuis 2022 contraint les Assurtechs à se recentrer sur les fondamentaux de marchés ou à trouver des poches de valeur pour assurer leur survie .....</b>	<b>39</b>
<b>2.1. Dans un contexte macroéconomique complexe, les investisseurs rehaussent leurs exigences et dévalorisent les Assurtechs .....</b>	<b>39</b>
2.1.1. L'éclatement de la bulle américaine a entraîné une dévalorisation de l'écosystème européen	39
2.1.2. Les fonds de capital-risque ont massivement réduit leurs investissements dans les Assurtechs depuis 2022.....	42
2.1.3. Les méthodes de valorisation des Assurtechs doivent s'enrichir pour une meilleure évaluation des entreprises .....	44
<b>2.2. Les Assurtechs <i>retailers</i> font face au défi de la croissance rentable : maîtriser les fondamentaux métiers assurantiels et prolonger leur dynamique de croissance .....</b>	<b>47</b>
2.2.1. Les Assurtechs ne doivent pas sacrifier leurs actifs : continuer à investir sur la marque tout en maintenant l'avance technologique .....	48
2.2.2. Les modèles de distribution doivent évoluer du 100 % digital au multi-accès.....	50
2.2.3. Il est indispensable de réaliser un effort sur la gestion de sinistres et la rentabilité des portefeuilles .....	55
<b>2.3. Malgré la complexité du secteur, des poches de valeur et d'innovations existent pour les investisseurs et les entrepreneurs .....</b>	<b>58</b>
2.3.1. Les Assurtechs peuvent mettre en marché des produits innovants pour couvrir des risques en forte croissance.....	58
2.3.2. Les niches peu exploitées par les assureurs traditionnels représentent une opportunité pour les Assurtechs .....	62
2.3.3. Le modèle <i>enabler</i> apparaît comme une valeur refuge au sein de l'écosystème .....	65
<b>Conclusion .....</b>	<b>68</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>71</b>

## Introduction

« *C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus* », déclarait Warren Buffet. Le 15 juin 2023, Luko, un des fers de lance des Assurtechs françaises, annonce son rachat par l'assureur britannique Admiral Group. L'annonce survient deux ans et demi après celle d'une levée de fonds de 50 M€. Le rachat, mené après l'ouverture d'une procédure de sauvegarde auprès du tribunal de commerce, est évalué à 14 M€ alors que l'entreprise était valorisée 250 M€ quelques mois auparavant selon des observateurs<sup>1</sup>. La prédiction du milliardaire américain, largement vérifiée durant la crise financière de 2008, semble de nouveau s'appliquer non seulement à Luko, mais à de nombreuses jeunes entreprises de l'assurance.

Prenons quelques pas de recul. Dans les années 1960, le secteur de l'assurance IARD vit une première révolution avec l'apparition des mutuelles sans intermédiaire. Trente ans plus tard, c'est au tour des groupes bancaires de transformer le secteur avec la création des modèles de bancassurance. Au milieu des années 2010, la promesse de disruption du secteur est ravivée ! Elle est portée par l'arrivée des Assurtechs, des startups qui s'appuient sur des innovations technologiques pour commercialiser leurs propositions de valeur assurantielles. Après l'échec des acteurs du direct au début du siècle, les conditions semblent enfin réunies pour assister à un véritable bouleversement du secteur : vague du digital, afflux de capitaux, réglementations consuméristes qui fluidifient le marché... C'est ainsi que les Assurtechs suscitent de nombreux fantasmes sur leurs technologies, leurs modèles ou leurs levées de fonds. Mais qu'en est-il réellement dix ans après l'émergence de l'écosystème ? L'objet de ce mémoire consiste à analyser l'impact de ces startups sur le marché français et de déterminer si elles sont prises en tenaille entre course à la croissance et quête de rentabilité alors que les taux d'intérêt remontent.

Notre étude se limitera au marché français de l'assurance non-vie (IARD et Santé), même si des exemples internationaux seront utilisés pour enrichir l'analyse. Aussi, si le mémoire présente tout l'écosystème Assurtech, il se concentrera sur les modèles économiques des acteurs qui opèrent sur la chaîne de valeur assurantielle : les néo-assureurs et néo-courtiers. Dans un premier temps, nous examinerons l'impact des Assurtechs sur le marché français en s'intéressant à leur positionnement, leurs innovations et leur performance. Nous analyserons ensuite les conséquences de la fuite des capitaux sur le modèle économique des Assurtechs et nous chercherons à identifier les leviers de transformation pertinents pour assurer leur survie.

\*\*\*

---

<sup>1</sup> Eficiens - Digital & Assurance, Rachat confirmé pour Luko, quelles leçons en tirer ?, juin 2023

# **1. Portées par des levées de fonds successives, les Assurtechs ont émergé en exploitant les faiblesses des assureurs traditionnels, mais leur poids reste encore marginal sur le marché français**

## **1.1. L'écosystème des Assurtechs tricolores s'est développé au milieu des années 2010**

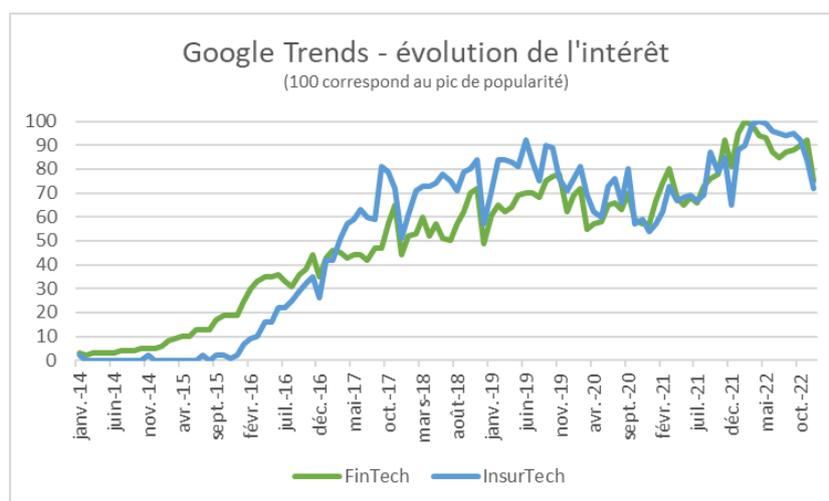
### 1.1.1. Quatre générations d'Assurtechs composent l'écosystème français

Le 20 octobre 2016, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) agrée la startup Alan en assurance santé<sup>2</sup>. Il s'agit d'une première pour un assureur indépendant depuis près de trente ans. L'obtention de cet agrément et l'annonce d'une levée de fonds d'amorçage record de 12 M€ font l'effet d'une secousse au sein d'une profession qui n'a jamais vraiment été « disruptée ». Pour beaucoup, cette date apparaît comme fondatrice de l'écosystème des Assurtechs en France alors qu'elle est en réalité un virage majeur. L'apparition de cet écosystème remonte en effet à la première moitié des années 2010 et s'est inscrite dans les traces du développement des Fintechs et des startups en France.

Le développement des Assurtechs puise d'abord son origine dans l'émergence partout dans le monde des Fintechs dont elles ont longtemps été une sous-catégorie. La faillite de Lehman Brothers en 2008 et la crise financière mondiale qui s'en est suivie ont modifié en profondeur le visage de l'industrie financière (banque et assurance). Le début des années 2010 est marqué par la mise en œuvre d'évolutions réglementaires et prudentielles telles que Bâle III ou Solvabilité 2, reléguant au second plan les projets d'innovations technologiques au sein des grands groupes. Des startups profitent de ce contexte pour développer des propositions de valeur plus transparentes, moins coûteuses et tirant bénéfice des apports du numérique. Les Fintechs se développent partout dans le monde et les consommateurs peuvent désormais accéder à de nouveaux services de paiement en ligne (ex. Stripe, Alma), de transfert d'argent (ex. Wise, Lydia), de crédit en ligne (ex. Younited) et même de néo-banques digitales comme N26 ou Revolut. Les Assurtechs leur emboîtent le pas quelques mois plus tard comme le montre le rapport de tendance des recherches sur internet de Google Trends sur l'intérêt pour les innovations technologiques dans l'industrie des services financiers.

---

<sup>2</sup> Décision n° 2016-C-72 du 20 octobre 2016 portant agrément d'une entreprise d'assurance



*Illustration 1 - Rapport Google Trends sur l'intérêt pour les innovations technologiques dans l'industrie des services financiers*

Au-delà de l'apparition des Fintechs, une large dynamique entrepreneuriale et technologique en France a favorisé l'essor des Assurtechs. Depuis 2013, les gouvernements successifs ont mis en œuvre de nombreuses initiatives pour encourager l'envol des startups. C'est dans cette logique que naissent la French Tech dont l'ambition est de « *tout faire pour que les prochains Google naissent en France et le restent* » et Bpifrance son bras armé en matière de financement d'entreprises. Les régions ont aussi développé des dispositifs d'aides pour le financement de projets innovants. Au-delà des initiatives publiques, l'écosystème « Tech » français se structure sous l'impulsion des entrepreneurs et des investisseurs. Des projets emblématiques voient le jour comme la création de l'école 42 ou le lancement de la Station F, plus grand campus de startups au monde. Aujourd'hui, France Digitale, la plus grande association française dans la Tech, réunit plus de 2 000 investisseurs et startups alors que la France compte près de trente licornes (entreprises technologiques valorisées à plus de 1 Md€), dont deux Assurtechs. C'est dans ce contexte qu'a émergé l'écosystème autour de quatre grandes générations.

**Les pionniers.** Les premiers acteurs se sont positionnés sur deux segments : les marchés de niche et les services pour les assureurs. L'apparition de nouvelles technologies (ex. objets et véhicules connectés) et de nouveaux modes de consommation (ex. économie de l'usage) permettent à certains acteurs de se lancer. Parmi les pionniers, citons Inspeer.me qui fut peut-être la première Assurtech tricolore (2014). Elle proposait une assurance collaborative qui permettait de mutualiser les franchises en assurances dommages. Autre acteur de l'assurance collaborative, Wecover (2016) offrait une assurance automobile basée sur la mutualisation des risques via des communautés de conducteurs (20 à 100) et un système de *cash back* en cas de

faible sinistralité. D'autres ciblent les acteurs de la nouvelle économie comme Assurup (2015) qui s'est lancée avec une offre de responsabilité civile professionnelle spécifiquement dédiée aux startups. D'autres précurseurs se sont développés en proposant des services technologiques aux assureurs. Minalea (2015) a ainsi développé un assistant commercial intelligent qui analyse les points forts des contrats en assurance automobile, habitation ou multirisque professionnelle en fonction des besoins du client et les compare au reste du marché. WeProov (2015) se positionne sur l'indemnisation en permettant de réaliser un photo-scan complet et guidé de l'état d'un véhicule en empêchant par exemple l'envoi de photos antidatées ou modifiées.

**Les *game changers*.** Les premières Assurtechs n'ont pas toutes survécu, mais ont ouvert la voie à une deuxième génération qui a marqué un tournant au sein de l'écosystème. Cette révolution a plusieurs caractéristiques : émergence de néo-assureurs agréés, positionnement sur des marchés de masse, utilisation de technologies avancées et levées de fonds records. Après Alan (2016), Seyna (2018) est le deuxième néo-assureur à obtenir un agrément délivré par l'ACPR pour exercer en assurances dommages, un tournant depuis 1983 dans cette branche. Avec une première levée de fonds de 14 M€, l'entreprise développe des produits *retail* vendus en marque blanche. D'autres startups préfèrent se positionner en tant que distributeurs pour éviter la lourde gestion de bilan. C'est le cas de +Simple (2015) qui, a lancé son « robot-courtier » pour les professionnels, TPE et indépendants en s'appuyant sur le *machine learning*. Citons enfin Shift Technology (2014) qui propose aux assureurs un service de lutte contre la fraude reposant sur l'intelligence artificielle et un service d'automatisation de la gestion de sinistres. Les deux licornes de l'écosystème, Alan et Shift, figurent au sein de cette génération.

**Les *retailers*.** Les levées de fonds et valorisations des acteurs de la deuxième vague contribuent à créer une traction phénoménale. Alors qu'il est composé d'une cinquantaine de startups en 2017, l'écosystème des Assurtechs en compte désormais plus de 200. Dans le sillon des *game changers*, les nouveaux acteurs vont très majoritairement se positionner en tant que courtiers pour attaquer les marchés de l'assurance automobile et habitation. Luko (2016), Leocare (2017), Acheel (2019) et Ornikar (2022) sont les fers de lance de cette génération largement portée par la dynamique du capital investissement. La première qui développait initialement des capteurs connectés pour les habitations, s'est lancée sur le marché de la MRH en s'inspirant de la proposition de valeur développée par Lemonade aux États-Unis. Leocare se positionne aussi sur ce segment, mais également sur celui de l'automobile et des deux-roues, d'abord en tant qu'acteur 100 % mobile puis sur les autres canaux digitaux. Si Acheel se positionne sur les mêmes marchés, son modèle se différencie sur deux aspects. Tout d'abord, c'est un assureur

agrée et il a diversifié dès le début ses canaux de distribution en s'appuyant sur un réseau de courtiers partenaires. Enfin, Ornikar, créée en 2013 pour démocratiser l'accès au permis de conduire, distribue une offre d'assurance automobile pour les jeunes conducteurs depuis 2022. Au-delà de ces quatre exemples, de nombreuses Assurtechs apparaissent sur ce segment de marché en bénéficiant de levées de fonds importantes jusqu'en 2021.

**La nouvelle vague.** Alors que les *retailers* font connaître les Assurtechs auprès du grand public, se lance en parallèle une nouvelle génération qui se positionne à nouveau sur des marchés de niche. Mila (2021), quatrième Assurtech à avoir obtenu l'agrément de l'ACPR, opère sur le marché de l'immobilier en proposant deux produits (GLI et PNO) distribués par des courtiers. Avec l'arrivée de technologies de pointe, les Assurtechs s'attaquent aussi à des marchés plus techniques comme le risque climatique ou cyber. Descartes Underwriting (2018) agit en tant qu'agence de souscription pour développer une offre contre les risques climatiques. Le risque cyber attire aussi de nouvelles Assurtechs. Deux courtiers grossistes se sont lancés sur ce marché avec un positionnement similaire. Stoïk (2020) et Dattak (2021) proposent en effet une offre à destination des TPE et PME. Du côté des prestataires de services, Akur8 (2018) s'appuie sur l'intelligence artificielle pour proposer une solution SaaS<sup>3</sup> de *pricing* pour générer des modèles de risque instantanés et des tarifications optimisées.

#### 1.1.2. Il existe une diversité d'acteurs et de modèles d'Assurtechs

Ces 4 générations constituent un écosystème qui a dénombré jusqu'à 250 Assurtechs (y.c. en assurance vie) en 2021 et qui aujourd'hui en compte 137 dont 111 françaises<sup>4</sup>. Il convient de distinguer ces jeunes entreprises selon deux stades de développement. D'un côté les startups en phase de création qui cherchent à faire valider la pertinence de leur produit et à obtenir des financements pour une croissance rapide. De l'autre, les scale-ups qui ont déjà franchi ces étapes et qui se concentrent sur l'hyper croissance de leur activité.

L'une des grandes spécificités de l'écosystème Assurtech se situe dans sa diversité. Elle s'exprime en premier lieu sur le choix du modèle d'entreprise. Il est possible de distinguer deux grands types d'Assurtechs : celles qui agissent en tant que prestataires de services technologiques pour des assureurs ou des courtiers et celles qui conçoivent et/ou distribuent des produits d'assurance.

---

<sup>3</sup> SaaS : Software as a Service

<sup>4</sup> Wavestone, Radar Assurtechs, septembre 2023

**Les prestataires de services (*enablers*)** proposent des solutions technologiques pour automatiser les opérations des acteurs traditionnels, améliorer leur expérience client ou développer de nouveaux produits. Ils interviennent ainsi sur toute la chaîne de valeur : de la conception des produits jusqu'à l'indemnisation en passant par la distribution et la gestion. Ces startups développent donc un modèle B2B de plateforme SaaS avec comme clients cibles les assureurs traditionnels. Un cas emblématique concerne la solution de lutte contre la fraude développée par Shift Technology évoquée ci-dessus, qui fut le premier *enabler* à passer à l'échelle. Elle a ouvert la voie à d'autres acteurs sur d'autres segments. On en dénombre une vingtaine en 2023, dont Akur8 sur la tarification, Continuity sur la souscription, Zelros sur la distribution ou encore Bifröst sur la gestion. Ces startups profitent de l'inertie des (ré)assureurs et courtiers traditionnels qui peinent à déployer largement des innovations développées en interne. En effet, ils souffrent souvent d'organisations cloisonnées, de la complexité et de l'ancienneté de leurs systèmes IT (*legacy*) ou du manque de compétences techniques sur les nouvelles technologies. Les *enablers* tirent avantage de cette situation pour proposer leurs services aux assureurs et courtiers sans les concurrencer frontalement.



Illustration 2 - Les principaux prestataires de services technologiques en assurance non-vie<sup>5</sup>

**Les concepteurs et distributeurs de produits d'assurance.** Une grande diversité s'exprime aussi dans cette catégorie sur 3 aspects : la structure de l'entreprise, les clients et les produits.

- La structure de l'entreprise : la majorité des Assurtechs a décidé de s'établir avec le statut de courtier. Délivré par l'ORIAS, il est en effet plus simple à obtenir qu'un agrément ACPR pour exercer en tant qu'assureur et est moins contraignant d'un point de vue opérationnel et financier (ex. pas d'exigence en matière de fonds propres). Par exemple, Luko, Lovys ou Wilov se sont ainsi établis avec ce statut. Parmi les courtiers, certaines

<sup>5</sup> Cartographie réalisée par l'équipe du mémoire en s'appuyant les travaux Klein Blue Partners, French Assurtech, Ailancy, CB Insights, Wavestone et Astorya VC

startups ont choisi de se positionner en tant que grossiste (ou MGA<sup>6</sup>). Il s'agit principalement d'acteurs qui travaillent les risques d'entreprises comme +Simple, Descartes Underwriting, Dattak ou Stoïk. Enfin, d'autres ont fait le pari de devenir « néo-assureur » en obtenant un agrément ACPR. Ce statut leur confère un champ d'action sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Les néo-assureurs se comptent sur les doigts d'une main avec 5 acteurs agréés : Alan, Seyna, Acheel, Mila et Descartes Insurance.

- **Les segments de clients** : les premières Assurtechs se sont attaquées au marché des clients particuliers (B2C) en proposant une expérience client complètement digitalisée et simplifiée au moment de la souscription. Nous cartographierons dans le segment B2C tous les acteurs qui ciblent ces clients quel que soit le canal de distribution (direct, intermédiation) et quelle que soit la stratégie de marque (marque blanche ou marque principale). D'autres assurent aussi des particuliers, mais en contractualisant avec des entreprises (B2B2C). Il s'agit d'acteurs du marché de la santé collective (ex. Alan, SideCare) ou de l'assurance embarquée. Enfin, certaines Assurtechs ciblent une clientèle d'entreprises (B2B).
- **Les produits** : les Assurtechs se sont positionnées sur une grande diversité de produits. Initialement, elles ont créé de nouveaux produits (ex. assurance à l'usage, assurance collaborative). La vague a ensuite rapidement déferlé sur les produits de *mass market* comme l'assurance automobile, habitation et santé. Les produits standards (ex. RC professionnelle, santé collective) et plus spécifiques (ex. construction, cyber) à destination des entreprises sont aussi des sources d'intérêt pour les startups.

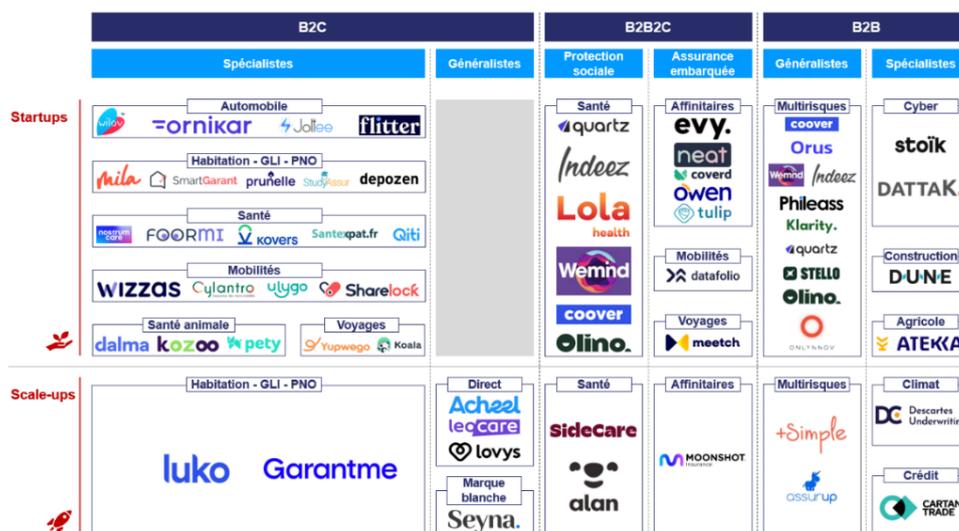


Illustration 3 - Les principales Assurtechs françaises en assurance non-vie.

<sup>6</sup> MGA : Managing General Agent

## 1.2. L'abondance de capitaux et la valorisation des Assurtechs comme des entreprises technologiques par les investisseurs privés ont favorisé la création d'une bulle

### 1.2.1. Les Assurtechs ont attiré 50 Md\$ de capitaux privés en 10 ans

Développer des actifs technologiques, construire une marque, réinventer l'expérience client ou encore recruter des talents dépend évidemment de l'équipe fondatrice d'une startup et de son dynamisme. C'est une condition nécessaire, mais pas suffisante. Sans financement, l'émergence des Assurtechs n'aurait pas été possible. À ce titre, les levées de fonds ont été incontournables pour la plupart de ces jeunes entreprises.

#### Analyse au niveau mondial : 50 Md\$ de capitaux investis dans les Assurtechs

Selon Gallagher Re et CB Insight<sup>7</sup>, les Assurtechs ont ainsi été financées à travers 2 770 tours de table qui ont été conclus pour un total de 50 Md\$ dans le monde entier entre 2012 et 2022. L'intérêt des investisseurs se porte notamment sur les acteurs positionnés en IARD qui captent près de 58 % des montants investis, soit un total de 29 Md\$ sur la période. Il est important de souligner que l'afflux de capitaux a été favorisé par la faiblesse des taux d'intérêt, par le cycle de croissance économique post crises financières de 2008 et 2010 et par le développement d'écosystèmes entrepreneuriaux partout dans le monde.

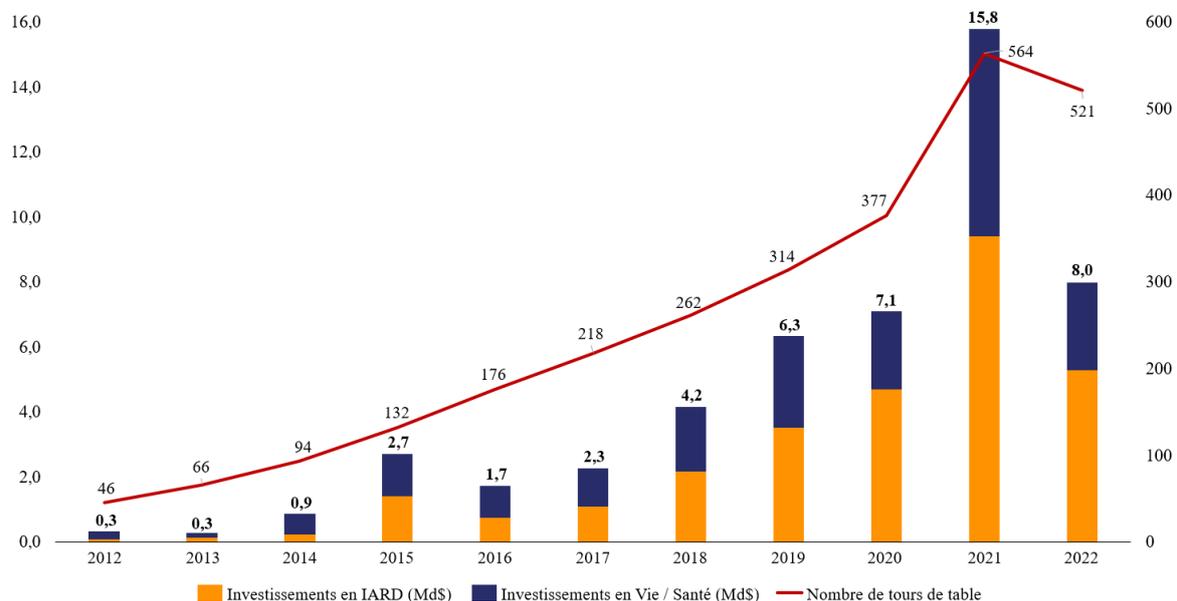


Illustration 4 - Investissements totaux dans les Assurtechs (Md\$) et nombre de tours de table

Jusqu'en 2014, l'appétit des investisseurs était mesuré avec un montant total de transactions inférieur à 500 M\$ par an en moyenne. C'est à partir de 2015 que les financements se sont

<sup>7</sup> Gallagher RE & CB Insights, *Global Insurtech Report*, février 2023

accélérés avec un taux de croissance moyen annualisé de +29 % entre 2015 et 2021. Cette dynamique a été portée par des *mega rounds* de financement pour Zhong An (930 M\$) ou Oscar (400 M\$) en 2015. Même s'ils faussent quelque peu l'analyse de tendance historique, la croissance reste néanmoins constante depuis 2016, tant en montant qu'en volume comme en atteste l'illustration 4. Les levées de fonds ont même bien résisté à la crise de la Covid-19 et ont atteint un pic à 15,8 Md\$ en 2021.

### Focus sur l'écosystème français : environ 2 Md€ levés par les Assurtechs tricolores

Si les États-Unis restent le premier pays avec la moitié des fonds levés en 2022 (4 Md\$), la France se hisse en 3<sup>e</sup> position du classement mondial en nombre de tours de table (27) et en 4<sup>e</sup> position en montants levés (563 M\$). Selon le même rapport, les Assurtechs françaises ont réussi à attirer en 10 ans près de 1,7 Md\$ de capitaux. Selon nos estimations, ce montant avoisine désormais les 2,0 Md€ en octobre 2023. L'écosystème français est particulièrement attractif et a même vécu une croissance supérieure à la moyenne mondiale avec un taux annualisé de +57 % entre 2018 et 2021 contre +39 % (en capitaux levés) pour atteindre 627 M€ en 2021 (cf. Illustration 5). Le poids croissant des Assurtechs dans le financement des startups françaises est aussi un marqueur de l'attractivité de l'écosystème. En 2018, les Assurtechs représentaient 2,9 % des montants levés par les startups en France contre 5,4 % en 2021 (cf. Illustration 5).

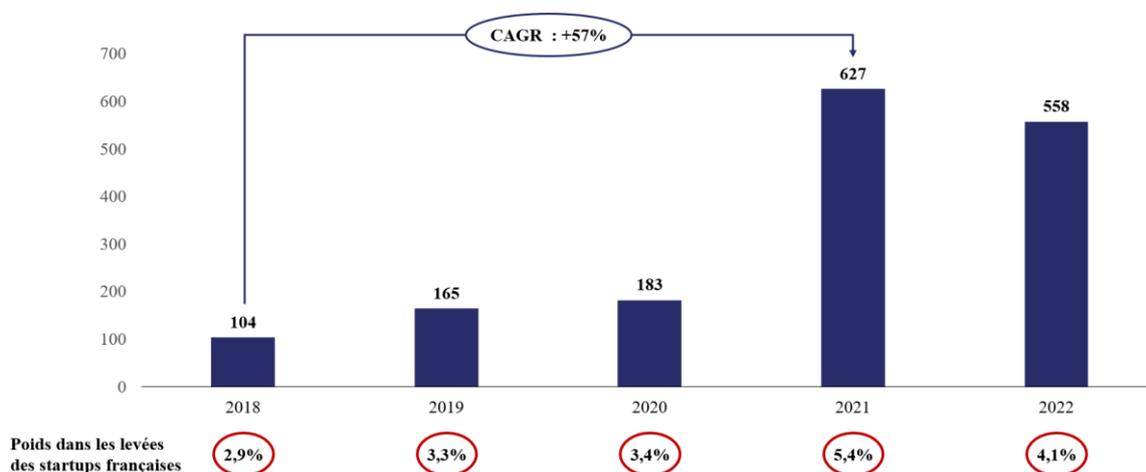


Illustration 5 - Investissements annuels dans les Assurtechs françaises en M€<sup>8</sup> et poids dans les levées de fonds des startups françaises<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Argus de l'Assurance, L'écosystème Assurtech se concentre, février 2023

<sup>9</sup> Estimation réalisée à partir des chiffres du baromètre EY du capital-risque en France - Bilan annuel 2022, janvier 2023

Pour apprécier la dynamique de l'écosystème, il convient d'aller au-delà des chiffres totaux. Nous observons une concentration progressive des capitaux vers un nombre limité d'acteurs. En 2020, cinq acteurs captaient 75 % des capitaux levés sur le marché français<sup>10</sup>. En 2021, ce sont trois acteurs qui amassaient cette même part avec des levées à plus de 100 M€ pour plus d'une vingtaine de tours de table<sup>11</sup>. En 2022, on recensait quatre acteurs<sup>12</sup> pour atteindre ce seuil sur un total de 36 tours de table. Cela traduit une certaine maturité de l'écosystème français avec quelques locomotives qui grâce à leur rythme de croissance ou à la robustesse de leur modèle ont réussi à sécuriser une manne financière importante. La dynamique est également forte au stade d'amorçage des startups. En 2022, plus de la moitié des *deals* en France étaient des tours de *seed*. Entre les stades d'amorçage et de scale-up (série C et plus), il est plus compliqué d'obtenir des financements sans modèle économique solide ou dynamique d'hyper croissance.

Pour parfaitement appréhender l'émergence des Assurtechs, il convient d'identifier qui investit dans ces entreprises et d'analyser les mécanismes de valorisation. La baisse des financements à partir de 2022 sera analysée en partie 2.

### 1.2.2. Les investisseurs valorisent les Assurtechs comme des entreprises technologiques

Comme celui des startups et scale-ups, l'écosystème des investisseurs dans les Assurtechs est composé d'une variété importante d'acteurs. Le rapport *State of Insurtech 2022 recap*, publié en février 2023 par CB Insights, recense ainsi 8 grandes catégories d'investisseurs.

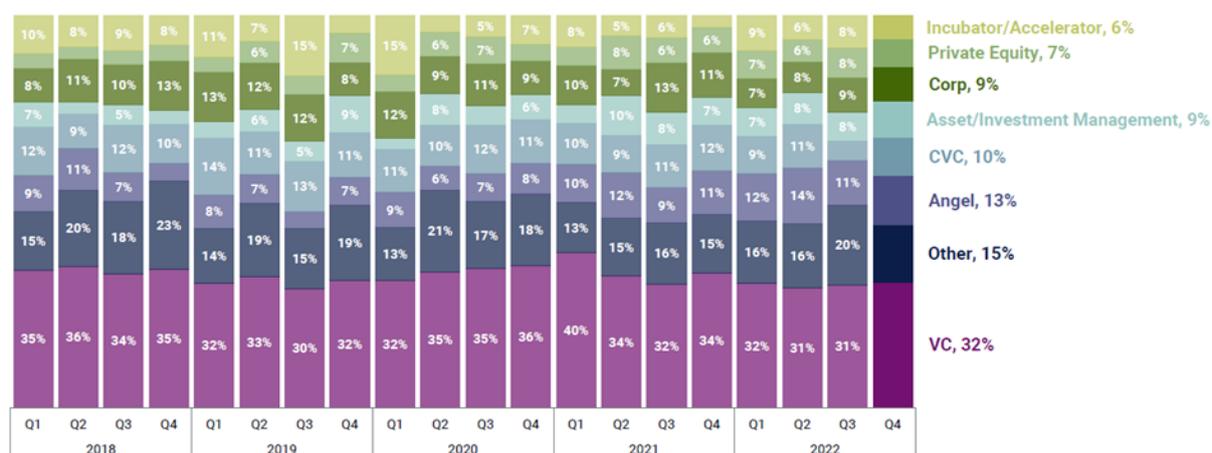


Illustration 6 - Investissements dans les Assurtechs par catégorie d'investisseurs<sup>13</sup>

<sup>10</sup> Alan, Luko, +Simple, Descartes Underwriting et Akur8

<sup>11</sup> Alan, Shift Technology et Leocare

<sup>12</sup> Alan, Descartes, +Simple et Seyna

<sup>13</sup> CB Insights, *State of Insurtech 2022 recap*, février 2023

Les acteurs du capital-risque (*business angels*, incubateurs / accélérateurs, fonds de *venture capital* et fonds de *private equity*) sont les principaux investisseurs représentant près de 58 % des levées de fonds (en volume). Les acteurs institutionnels (*corporates* et *asset / investment managers*) représentent 18 % de l'activité et 28 % en intégrant les fonds de *corporate venture capital* (CVC), bras armés des grandes entreprises pour investir dans les startups.

L'activité de CVC sur le marché français reste confidentielle avec peu d'acteurs rendant publics leurs investissements. Citons toutefois Allianz (Seyna, +Simple, Wilov), CNP Assurances (Alan), ou la MAIF (Lovys). Si les assureurs traditionnels restent peu actifs ou discrets en matière de liens capitalistiques avec les Assurtechs, notons la présence de *business angels* (BA) issus du secteur. Guillaume Sarkozy est ainsi un des BA d'Alan lors de sa création, comme Matthieu Bébéar avec Dattak, Brunot Rousset avec Luko ou Laurent Rousseau avec Acheel<sup>14</sup>.

Les investisseurs en capital-risque sont pour leur majorité des fonds généralistes qui investissent dans des startups et scale-ups technologiques. Nous avons identifié seulement deux fonds français spécialistes des Assurtechs ou des Fintechs : BlackFin Capital Partners et Astorya. Parmi les acteurs généralistes les plus actifs<sup>15</sup>, citons Elaia Partners (Shift, Seyna, Continuity...), Kima Ventures le fonds de Xavier Niel (Alan, Luko, Acheel, Evy, Stoïk...), Eurazeo-Idinvest (+Simple, Descartes, Wilov), Serena Capital (Acheel, Descartes) ou Partech Ventures (Alan, SideCare, Orus, Ornikar). De grands fonds étrangers sont également présents en France comme Accel (Shift, Luko), Temasek (Alan), KKR (+Simple, Ornikar) ou Speedinvest (+Simple, Luko). Peu sont spécialisés en assurance et les critères de sélection et de valorisation des startups dépendent rarement des fondamentaux du secteur.

Une étude de Speedinvest<sup>16</sup>, menée auprès de 437 investisseurs européens, montre que pour 49 % d'entre eux le premier critère d'investissement est la qualité de l'équipe dirigeante et sa capacité à faire une bonne première impression au moment crucial du pitch d'introduction. Le *business model* et la proposition de valeur de la startup ne sont décisifs que pour 7 % des investisseurs sondés. Pis, 13 % des répondants n'analysent absolument pas les données financières des startups au moment d'investir ! Si ces critères subjectifs ont pu influencer les choix initiaux d'investissement, se pose alors la question des indicateurs de valorisation des startups technologiques comme les Assurtechs.

---

<sup>14</sup> Argus de l'Assurance, Les mentors de l'Assurtech : qui sont-ils et qui soutiennent-ils ?, novembre 2022

<sup>15</sup> L'observatoire de la Fintech, L'année de la Fintech en 2022, février 2023

<sup>16</sup> Speedinvest, *Inside the Minds of European VCs*, juin 2023

L'enquête Speedinvest, évoquée plus tôt, démontre que 75 % des investisseurs se servent d'un coefficient multiplicateur des revenus pour parvenir à une estimation grosse maille de la valeur d'une startup. Pour les Assurtechs, il faut distinguer trois types de revenus :

- Le GWP<sup>17</sup> qui correspond aux primes d'assurance émises. Il est directement pertinent pour valoriser les néo-assureurs de plein exercice puisqu'il constitue leur chiffre d'affaires. Il peut aussi être utile pour les courtiers et grossistes pour démontrer qu'ils ont une trajectoire de croissance solide.
- Les commissions qui correspondent aux revenus des courtiers. Le taux de commission varie d'une branche à une autre, mais se situe entre 15 et 20 % du montant des primes souscrites en IARD de particuliers. Il peut atteindre 25 % dans le cas des grossistes.
- L'ARR<sup>18</sup> qui correspond à l'indicateur utilisé par les prestataires technologiques - *enablers* dont la structure de revenus repose sur le principe d'un abonnement récurrent à leur plateforme.

Le multiple dépend ensuite de plusieurs facteurs comme le taux de croissance, le secteur et le taux de marge. La valeur de ces startups s'appréhende aussi à la lumière d'opérations de financement rendues publiques, ainsi qu'aux valeurs boursières qui peuvent être des points d'ancrage utiles, mais également en observant le marché privé des fusions et acquisitions. La condition *sine qua non* pour pouvoir exploiter pleinement cette méthode des comparables est non seulement d'isoler des profils de startups similaires, mais aussi de disposer de données financières réalistes pour calculer les multiples de valorisation. Un nœud gordien pour les investisseurs qui a contribué à amplifier un phénomène d'estimation à grosse maille.

Selon Avolta Partners<sup>19</sup>, les Assurtechs européennes sont valorisées à hauteur de 25 fois leurs revenus, soit plus que la moyenne des Fintechs dont le multiple de valorisation atteint 17x. Par ailleurs, le multiple des Assurtechs *enablers* atteignait en 2020 environ 16x les revenus selon SaaS Capital Index. Ces niveaux de valorisation sont plus similaires à ceux observés pour des entreprises technologiques que pour des entreprises opérant dans les services financiers. À titre de comparaison, au moment de son rachat par KKR, April était valorisée à hauteur de 4 à 5 fois son chiffre d'affaires. Depuis 2016, la valeur des Assurtechs européennes a été multipliée par 10 (de 4 Md\$ à 40 Md\$<sup>20</sup> alors même que leurs fondations économiques ne sont manifestement pas stabilisées et que le secteur s'interroge toujours sur l'étendue de la disruption promise.

---

<sup>17</sup> GWP : *Gross Written Premium*

<sup>18</sup> ARR : *Annual Recurring Revenue*

<sup>19</sup> Avolta Partners, *European fintech trends & multiples 2023*, juin 2023

<sup>20</sup> Dealroom.co, *The State of European Insurtech 2022*, juin 2022

Avec le temps et du recul, il est donc possible d'affirmer qu'une bulle s'est formée autour des Assurtechs<sup>21</sup> Luko était ainsi valorisé plus de 200 fois son chiffre d'affaires fin 2020... En 2022, la valorisation d'Alan atteignait 2,7 Md€ pour un revenu annuel récurrent de 146 M€.

Plusieurs raisons expliquent la création de cette bulle au premier rang desquels figure l'abondance des capitaux sur le marché. Elle a été favorisée par les taux d'intérêt bas et par la volonté politique de flécher ces fonds vers les startups notamment via l'initiative Tibi (2019) avec un objectif chiffré de 25 licornes à horizon 2025. L'abondance de capitaux a permis aux fonds de *venture capital* d'intégrer dans leur modèle la théorie des grands nombres. Par exemple, des fonds comme Partech ou Kima ont plus d'une cinquantaine de startups en portefeuille contre une douzaine en général pour des fonds classiques de *private equity*. Ces derniers adoptent une approche plus sélective en visant une bonne performance d'ensemble de leur portefeuille alors que les fonds de VC assument un « taux d'échec » plus important mais qui sera compensé par une ou deux pépites. Par ailleurs, l'effervescence autour des startups et l'apparition de quelques locomotives poussent ces fonds à adopter un biais comportemental bien connu : la « peur de passer à côté » d'une excellente startup voire de la future licorne. Enfin, les méthodes de valorisation qui s'appuient uniquement sur un multiple du revenu, n'aident certainement pas à avoir une appréciation juste de la valeur d'une Assurtech.

A l'évidence, si les Assurtechs ont été surévaluées, elles ont malgré tout constitué des actifs sur lesquels elles peuvent s'appuyer pour émerger et soutenir leur développement.

### **1.3. Les Assurtechs ont développé des actifs technologiques et marketing à fort potentiel**

#### **1.3.1. Les infrastructures informatiques modernes et agiles constituent le socle de développement**

Quelle que soit la nature d'activité d'une Assurtech, il est devenu courant d'y associer l'environnement du digital et des nouvelles technologies comme pilier stratégique et levier de croissance. Héritières du web 2.0, les Assurtechs embrassent dans leurs usages des concepts forts : vitesse, agilité, passage à l'échelle, data ou encore *open source*. Il est commun de lire qu'elles bénéficient d'un avantage compétitif fondamental par rapport à leurs concurrents, car elles utilisent des plateformes technologiques vierges et modernes à la différence des assureurs traditionnels trainant derrière eux un héritage informatique coûteux et peu agile dit de *legacy*.

---

<sup>21</sup> Oliver Wyman, *Insurtech caught on the radar hype or the next frontier?*, 2017

Nous détaillerons les avantages compétitifs des Assurtechs dans ce domaine en nous concentrant sur deux actifs principaux : les infrastructures et les architectures modulaires.

**« *Start Small, Grow Fast* » : la rapidité de mise en œuvre joue un rôle essentiel.**

Historiquement, il existait une sensibilité forte en informatique entre l'applicatif ou le logiciel et le matériel sous-jacent. L'avènement du *cloud* depuis les années 2010 a permis de dissocier progressivement le service de l'infrastructure, porté par les 3 grands acteurs du marché (Amazon Web Services, Google, Microsoft). Randy Bias, influenceur *cloud* à la notoriété mondiale, met en avant 3 notions clés : l'élasticité avec l'adaptation dynamique des serveurs à la demande, la portabilité applicative avec l'abstraction de l'infrastructure sous-jacente et enfin l'automatisation des configurations. Cette flexibilité a permis aux Assurtechs de générer de la valeur rapidement et de pénétrer des marchés historiquement contraints par des coûts informatiques coercitifs. On notera ci-dessous les principaux leviers de croissance induits :

- Le travail de développement se focalise sur la création de valeur et non plus autour de la maîtrise de l'environnement technique (ex. langage, infrastructure, performance). Les besoins métiers passent avant les contraintes techniques. L'enjeu devient alors l'écoute du client et du marché pour concrétiser rapidement une proposition de valeur.
- Le passage à l'échelle est facilité (scalabilité). Avec un même socle applicatif, on peut lancer une application confidentielle avec quelques utilisateurs pour en faire la preuve de valeur puis démultiplier à des milliers d'autres par simple paramétrage. Les *retailers* comme Luko et Acheel sont la preuve par l'exemple que les infrastructures *cloud* peuvent supporter des doubléments annuels de production sans devoir réaliser de migration d'infrastructures.
- Les applications décentralisées hébergées dans le *cloud* et disponibles en tant que service (*Software As A Service*) ont permis une mise à disposition large, rapide et évolutive de solutions technologiques avancées. Les clients des Assurtechs *enablers* ne font que consommer un service à l'usage sans se soucier des opérations et sans investissement initial prohibitif. Citons ici Shift Technology qui a permis à une bonne partie de la place assurantielle française de tester et/ou de s'équiper en solution antifraude en un temps record. Chaque assureur disposait de la capacité algorithmique mutualisée et d'une plateforme d'administration des suspicions.
- La gestion dynamique des ressources d'infrastructure permet de s'affranchir d'investissements financiers lourds (matériel et humain). Mila, spécialisée en GLI a par exemple constitué un *front end* et un *back end* de gestion sur-mesure sans recourir à des investissements lourds dès sa création.

## **Les architectures modulaires sont au cœur de la stratégie de développement.**

Avant les années 2000, l'informatique était appréhendée de manière monolithique : le produit final résultait d'une chaîne de dépendances inextricables. Depuis les années 2010, le développement des architectures modulaires s'est accéléré grâce aux mouvements des micro-services où chaque brique informatique devient un ensemble indépendant doté d'une capacité fonctionnelle rendant un service précis. Ces modules sont ainsi mis à disposition via des connecteurs que l'on appelle des *web services*, dont les plus connus aujourd'hui sont les API<sup>22</sup>.

Les travaux de recherche menés par Carliss Y. Baldwin<sup>23</sup>, professeure de la Harvard Business School, mettent en avant à quels points les architectures modulaires favorisent l'innovation. Premier principe, elles permettent de développer des modules pouvant être conçus et modifiés indépendamment. C'est bien l'association qui formera la valeur finale et le produit clé. Le second pilier fait écho à l'importance de l'interfaçage. En effet, plus les interfaces sont documentées, standardisées et claires, plus la capacité d'interconnecter des modules de différentes sources est importante et plus l'innovation du produit final sera disruptive. Le troisième facteur d'innovation dans les architectures modulaires réside dans la capacité de recombinaison, permettant l'évolution indépendante de chacun des modules sans affecter l'ensemble du système. Cette flexibilité permet de mettre en place de nouvelles combinaisons et de s'ajuster aux pressions ou opportunités de l'environnement externe. Enfin, le dernier pilier est celui de l'importance de l'économie ouverte *open source* qui permet d'intégrer l'intelligence collective ou des idées externes au produit final.

Les Assurtechs *enablers*, en proposant ce schéma de fonctionnement *by design*, capitalisent donc sur certains leviers fondamentaux : l'assureur peut combiner son *legacy* à des services modernes et transparents et la maintenance standardisée. Un acteur comme Seyna a mis en place ces principes de haute modularité dans ses solutions. La promesse consiste à apporter à ses clients la capacité de créer un parcours de souscription digitalisé de bout en bout en quelques semaines. D'autres *enablers* mettent à disposition des API pour intégrer les services dans la chaîne de valeur existante : Shift Technology dans la détection de la fraude, Tractable un service d'IA pour l'analyse des dommages aux véhicules avec images, Akur8 pour la tarification. Enfin, l'assurance embarquée repose pleinement sur ces principes d'interfaçage qui permettent d'intégrer la souscription de contrats dans les parcours de plateformes digitales tierces.

---

<sup>22</sup> API : *Application Programming Interface*

<sup>23</sup> *Design Rules, Volume 1: The Power of Modularity*, 2006

Les Assurtechs semblent disposer de points forts sur la modularité de leurs architectures par rapport aux assureurs traditionnels. La valorisation du potentiel de ces entreprises au regard de cet enjeu doit être réalisée en fonction de plusieurs critères :

Critères	Questions à traiter ?
Décomposition	Chaque module a-t-il une responsabilité spécifique ? Les interactions entre module sont-elles clairement définies ?
Interchangeabilité	Avec quelle solution de marché puis-je remplacer un module existant ? Le module utilise-t-il des protocoles standards de communication ?
Facilité de maintenance	Les anomalies sont-elles localisables au niveau des modules spécifiques ? Le module peut-il être validé et testé de manière autonome ? Le module génère-t-il des régressions informatiques lors de sa mise à jour ?
Documentation	La reprise du code par une autre équipe est-elle complexe ? Les contrats de service des APIs sont-ils publiés, documentés et testables ? Le code est-il centralisé dans des bibliothèques permettant la gestion de code source et la collaboration entre développeurs et le versioning ?

Au-delà des infrastructures, les Assurtechs ont su aussi exploiter tout le pouvoir des données.

### 1.3.2. La gestion et l'utilisation des *data* représentent des avantages compétitifs durables

L'assurance est souvent considérée comme un secteur mûre du point de vue de la maîtrise de la donnée, car l'activité des assureurs repose sur leur capacité à entreposer et exploiter les données analytiques du passé pour prédire les risques futurs. La donnée, l'informatique et la statistique sont donc les piliers endémiques de l'assurance moderne. Mais depuis la révolution digitale, les assureurs traditionnels sont de plus en plus challengés sur le volet de la donnée par les Assurtechs, en voici quelques exemples marquants :

- En devenant en quelques années la référence de la lutte contre la fraude, Shift Technology a démontré le manque de capacité des acteurs traditionnels à valoriser leurs données.
- Le succès commercial d'Akur8 avec une solution de modélisation et de tarification montre que les assureurs peuvent largement optimiser l'un de leurs métiers historiques.
- Tractable (sous pavillon anglais) a montré sa capacité à devenir une référence dans l'analyse d'images de dommages en automobile sans être propriétaire des données.

Cette nouvelle expertise *data* représente de fait un actif valorisable et un levier de croissance pour certaines Assurtechs. Les assureurs traditionnels tentent de rattraper leur retard sur ce volet, mais ils sont pénalisés par la lourdeur des investissements requis et leur inertie organisationnelle. Cela permet aux Assurtechs de bénéficier d'un avantage compétitif pour

quelques années encore. Les capacités *data*, humaines ou technologiques, étant par nature des ressources rares et coûteuses, il convient d'estimer dans quelles directions, avec quelles ambitions et à quelles fins sont employés les investissements *data*.

### **La donnée comme levier majeur d'excellence tarifaire.**

La *data* permet aux assureurs de tarifer finement le segment de risques pour lequel ils souhaitent *in fine* se positionner. L'obtention du tarif le plus juste passe par la capacité à collecter les données les plus pertinentes pour prédire le risque. L'ajout de variables externes à l'entreprise comme l'*open data* permet de préciser certains risques. L'intégration des données de la délinquance sur les biens matériels disponibles sur le site [data.gouv.fr](http://data.gouv.fr) peut ainsi aider les assureurs à compléter les zoniers en IARD. Par ailleurs, maîtriser la modélisation algorithmique avancée issue de la *data science* aide à gagner en précision dans la prédiction des nouveaux risques comme le fait par exemple Descartes Underwriting. Sur les 112 employés à fin 2022, 74 % d'entre eux sont des experts en météorologie, en risques naturels ou imagerie satellite. Enfin, la révolution de la tarification portée par la digitalisation passe par la fréquence de mise à jour des algorithmes. Cette capacité sert d'arbitrage entre le positionnement tarifaire commercial et le positionnement tarifaire technique, et permet par exemple d'être plus ou moins agressif sur la distribution digitale via les comparateurs ou les leviers d'acquisition e-marketing.

### **La *data* comme pilier de la connaissance client et d'une relation client personnalisée.**

La centralisation de la donnée client et la vision 360° du client favorisent la croissance des Assurtechs. Elles leur permettent de proposer en théorie la bonne assurance, au bon moment, par des mécanismes commerciaux de vente croisée ou de vente additionnelle. Ces données multidimensionnelles (contrat, client, sinistre, évènements de vie, données externes) sont utilisables dans les phases d'avant-vente et de vente via deux leviers marketing : l'e-marketing (SEA<sup>24</sup>, partenariats digitaux, *display*<sup>25</sup>) et le marketing relationnel.

Pour le premier, prenons l'exemple d'une recherche Google effectuée en août 2023 pour une assurance MRH d'un appartement meublé. Parmi les 4 résultats sponsorisés (SEA), un seul contient une personnalisation avancée : Luko. Notons que la maison mère de Luko, Admiral, n'offre pas ce niveau de personnalisation pour sa marque l'Olivier Assurance.

---

<sup>24</sup> SEA : *Search Engine Advertising*. Le SEA ou référencement payant consiste à diffuser des annonces ciblées, en général au-dessus et sur les côtés des pages de résultat des moteurs de recherche. Ces publicités permettent aux annonceurs de gagner en visibilité grâce à des mots-clés choisis judicieusement.

<sup>25</sup> Le *display marketing* désigne des bandeaux publicitaires qui s'affichent sur les pages d'un site internet

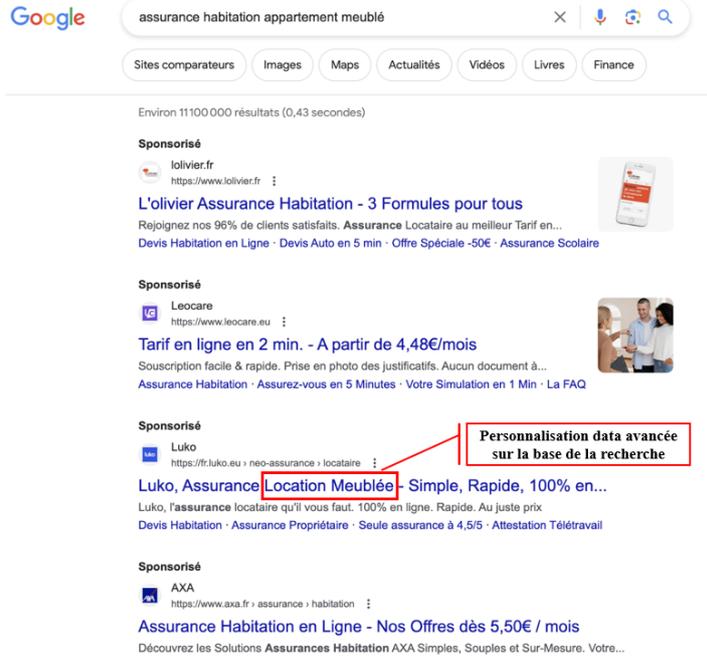
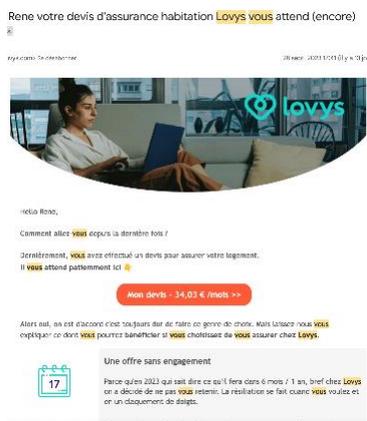


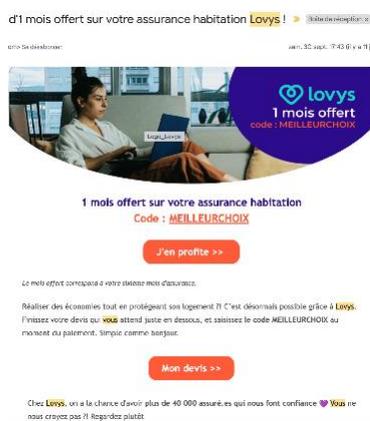
Illustration 7 - Résultats Google d'une recherche d'une assurance habitation (Août, 2023)

Pour le marketing relationnel, l'enjeu consiste à valoriser les données clients au bon moment du cycle de vie du contrat avec des algorithmes capables de délivrer des recommandations en temps réel selon le contexte. C'est par exemple ce que propose Zelros. Assurup s'appuie notamment sur des données en *open source* pour proposer automatiquement à ses clients une adaptation de leurs garanties. Les Assurtechs ont la capacité de valoriser et d'exploiter à chaud les données clients client pour réaliser des campagnes de marketing automatisées.

**Temps 1 : Votre devis n'attend que vous**



**Temps 2 : 1 mois offert sur la MRH**



**Temps 3 : Faites le bon choix**



Illustration 8 - Programme relationnel de relance commerciale avancé de Lovys

Enfin, la gestion transversale de la donnée est un enjeu majeur, car elle constitue le socle d'une expérience client homogène et fluide permettant de délivrer ce que l'on nomme trivialement une expérience « sans couture ». Le défi est ici l'interconnexion des outils et des parties tierces d'une compagnie d'assurance aux données du client. Quelques exemples de parcours clés comportant trop d'irritants : les plateformes téléphoniques non interconnectées, le parcours client de la société d'assistance déconnecté du parcours d'indemnisation de l'assureur, le renvoi vers des formulaires papier...

### 1.3.3. Les Assurtechs ont développé des parcours digitaux d'acquisition *best-in-class*

Les Assurtechs ont réussi à capter quelques centaines de milliers de contrats en ne disposant ni de marque connue ni de levier affinitaire de distribution. Elles ont démontré une excellence d'exécution sur le volet marketing et plus particulièrement le marketing digital permettant de se différencier de leurs concurrents. Nombreux à communiquer, ils le sont en effet. Kantar Media répertorie près de 472 marques qui investissent plus de 688 M€ en communication institutionnelle et publicité produit sur les 9 premiers mois de l'année 2022.

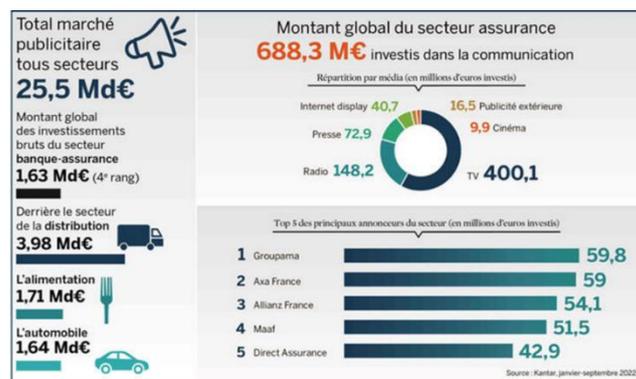


Illustration 9 - Infographie sur les budgets communication des assureurs

L'étude met en lumière deux points saillants pour comprendre la croissance des Assurtechs :

- 20 acteurs réalisent près de 81 % des dépenses média du secteur avec cinq acteurs représentant à eux seuls près de la moitié du total (cf. illustration 8). On en conclut qu'il y a donc une forte visibilité média des mastodontes du secteur et une dispersion des plus petites marques. Ces dernières, notamment les mutualistes, sont très peu visibles et donc plus sensibles et leurs portefeuilles moins protégés contre l'attrition.
- La part des dépenses média internet est extrêmement faible avec 40,7 M€ investis par rapport aux 400 M€ pour la télévision. Il y a ainsi un sous-investissement flagrant et structurel des assureurs et une place pour de nouveaux acteurs spécialisés notamment auprès des 18-35 ans n'utilisant quasiment que les canaux digitaux pour s'informer.

Notre analyse des forces des Assurtechs se structure autour des trois parties de la chaîne de valeur d'acquisition digitale : la capacité à attirer, la capacité à convertir, la capacité à engager et à enchâter.

### **Attirer les prospects en ancrant la notoriété de marque sur tous les supports digitaux.**

Les Assurtechs viennent se loger dans le phénomène bien connu du ROPO<sup>26</sup>, où l'assuré enclin à se couvrir ou à changer d'assurance va d'abord se renseigner en ligne avant de finaliser la souscription hors ligne. L'acquisition de nouveaux clients se joue dès la phase de recherche et les stratégies de contenus visent ainsi à relever les défis suivants : lutter contre le manque de confiance dans l'assureur, simplifier le parcours de souscription, rendre l'offre compréhensible ou encore augmenter la désirabilité du produit. On décrira ici les stratégies marketing dites TOFU<sup>27</sup>. Pour les startups, le premier enjeu consiste à ancrer leur marque à travers une valeur simple et hautement assimilable. Leur choix se porte sur la simplicité comme le montrent les exemples suivants :

Valeurs de simplicité	
	« Luko, l'assurance expliquée simplement »
	« Leocare assurances à porter de pouce »
	« Acheel, simple et accessible »
	« Alan partenaire santé tout-en-un en une seule application »
	« Friday, l'assureur digital et humain »

Le deuxième défi est de gagner en notoriété et en sympathie. Pour cela, elles créent des contenus différenciants (ex. blogs, presse...) par l'engagement sociétal et l'engagement de ton. L'effet est double : le référencement naturel (SEO<sup>28</sup>) est boosté durablement, car les jeunes pousses osent ce que ne peuvent les assureurs traditionnels et l'engagement est de qualité. À titre d'exemples, voici cinq sujets engageants proposés par les Assurtechs :

Acheel le blog	Mobilisons-nous contre l'abandon des animaux de compagnie
Alan le blog	Comment recruter et fidéliser les talents dans le secteur de l'industrie ? Les 5 enseignements de notre webinar
Leocare le blog	Longue distance : comment éviter les courbatures à moto
Dalma le Dalmazine	Nourrir son chien sans croquettes : les bonnes pratiques
Friday le blog	Comprendre et gérer le tapage nocturne pour retrouver la sérénité

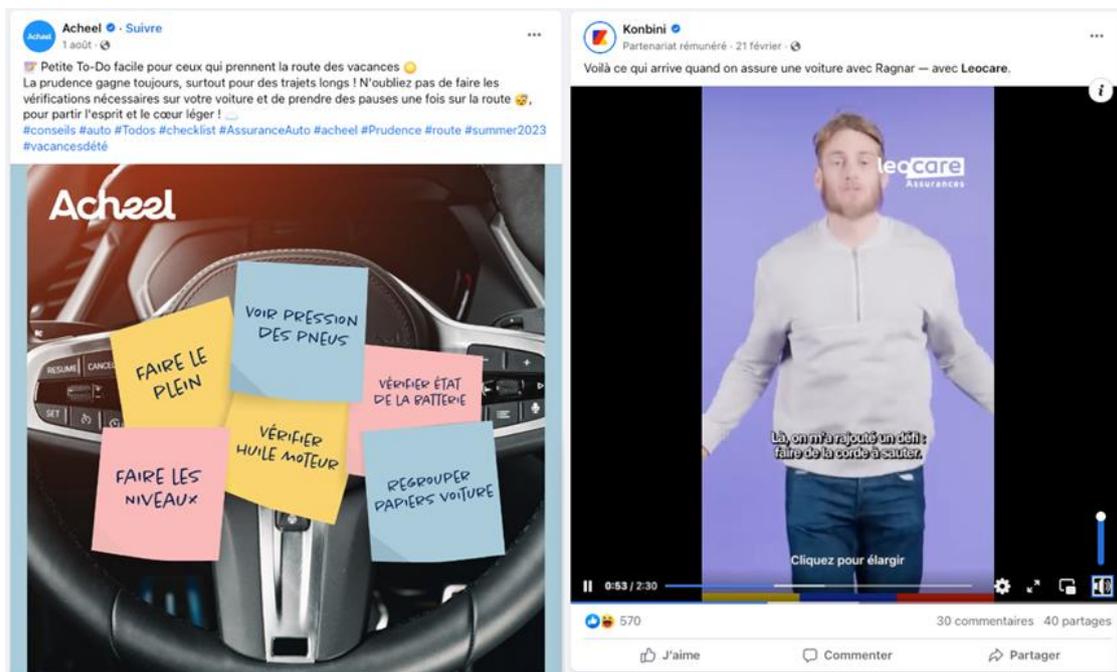
<sup>26</sup> ROPO : *Research Online Purchase Offline*

<sup>27</sup> TOFU : *Top Of the Funnel*. Il s'agit de la partie acquisition de trafic et génération de contacts commerciaux.

<sup>28</sup> SEO : *Search Engine Optimization*. Il s'agit des techniques mises en œuvre pour améliorer la position d'un site web sur les pages de résultats des moteurs de recherche.

Le troisième enjeu est celui de la modernité. Sur les réseaux sociaux, les Assurtechs cherchent résolument la notoriété auprès des 18-35 ans. Deux approches sont ici assumées :

- Le « *snack content* » qui vise à afficher du contenu court, percutant et mémorable. Cet ancrage est amplifié par des vidéos de moins 10 secondes, le recours à des images attirant la sympathie (animaux, sports...), comme le montre l'illustration 10.
- Le recours **aux influenceurs** est une excellente façon d'ancrer une marque dans le segment des 18-35 ans. Par exemple, Leocare atteint près de 113 000 vues à la suite d'un partenariat Konbini avec une personnalité du net « Ragnar » (cf. illustration 11).



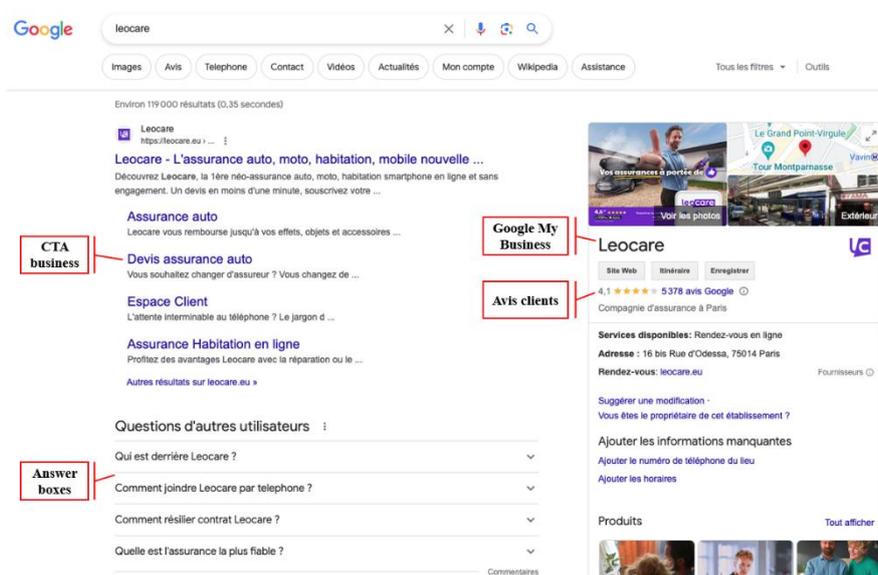
*Illustration 10 - Les conseils prévention automobile revues en 1 image par Acheel*

*Illustration 11 - Partenariat Leocare, Konbini avec Ragnar*

Les Assurtechs sont des acteurs récents, mais la concurrence dispose d'une notoriété spontanée et d'une considération de marque relativement faibles auprès des 18-35 ans. Il est alors crucial d'utiliser les codes de référencement, les *must-have* du marketing digital pour apparaître comme des marques établies et dignes de confiance, car cette cible est habituée aux standards internet d'autres secteurs : fiche Google my business, avis en ligne d'un tiers de confiance ou accès immédiat à des réponses sur la page Google Answer Box. Citons aussi le référencement concurrentiel, tactique utilisée par les Assurtechs qui consiste à se positionner sur les mêmes recherches de mots clés que les acteurs les plus connus. Cette stratégie permet d'apparaître à côté d'acteurs historiques et donc de rassurer le prospect quant à la crédibilité de la marque.

	Google Answer Box	Google my Business	Avis tiers de confiance	Articles presse	Profils réseaux
Acheel	✓	✓	✓	✓	✓
Luko	✓	✓	✓	✓	✓
Leocare	✓	✓	✓	✓	✓
Alan	✗	✗	✓	✓	✓
Friday	✗	✓	✓	✓	✓

### Analyse des requêtes Google et comparaison du résultat en 1<sup>ère</sup> page (septembre 2023)



### Analyse détaillée de la 1<sup>ère</sup> page au-dessus de la ligne de flottaison (exemple Leocare)

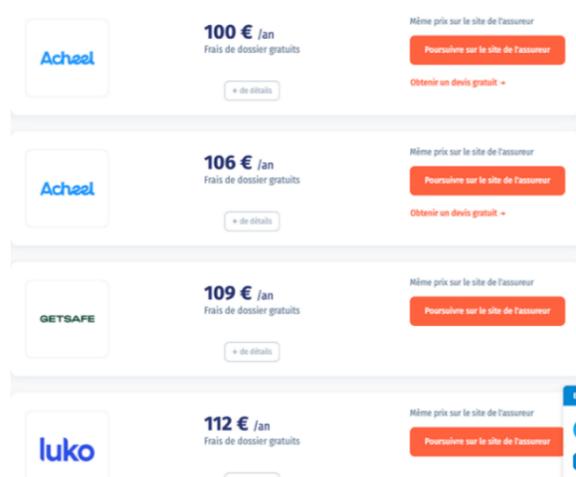
Si le référencement naturel est essentiel pour ancrer la marque et attirer de nouveaux assurés, le *business* issu du digital reste fortement corrélé aux investissements média payants (SEA, *display* et RTB<sup>29</sup>) et aux investissements sur les comparateurs en ligne. Notre objectif consiste à donner les clés de lecture essentielles à l’appréhension du *business* digital, le modèle économique sera abordé en seconde partie de ce mémoire.

Concernant le SEA, il n’existe pas de chiffres publics liés au référencement payant Google. Des analystes e-marketing du secteur estiment qu’en 2021 les Assurtechs en France pesaient moins de 3 % du SEA en automobile, environ 15 % en MRH et moins de 3 % en Santé. Pour apparaître dans une recherche sponsorisée, elles investissent dans les mots clés les plus utilisés

<sup>29</sup> RTB : *Real-time bidding*. Il s’agit d’un type de publicité qui repose sur la mise aux enchères de chaque impression de manière indépendante.

par les internautes avec un coût par clic moyen d'environ 5 € et 15 € sur la MRH et entre 6€ et 11€ sur l'Auto<sup>30</sup>. Le mot clé le plus recherché en IARD du particulier est « Assurance Auto » avec environ 100 K requêtes par mois. Le taux de transformation de ces *leads* oscille entre 10 % et 15 %. Pour se représenter les volumes de recherche.

Côté comparateurs, l'agressivité tarifaire des Assurtechs leur offre un bon référencement (cf. illustration 12). Les comparateurs génèrent près de 10 % des affaires nouvelles en automobile. La prime commerciale est le facteur déterminant pour apparaître en tête des recherches. Les modèles économiques varient selon les comparateurs entre la rémunération au *lead* ou celle au succès (à l'affaire nouvelle effective). Pour une affaire nouvelle rétribuée au succès, le coût d'acquisition est d'environ 100 € en automobile et 50 € en MRH.



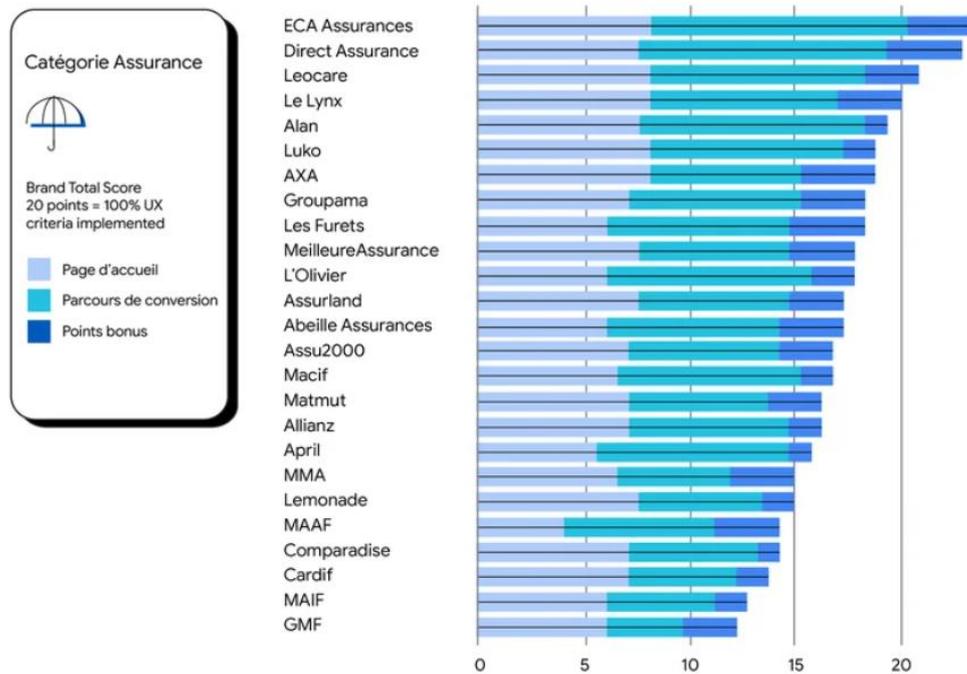
*Illustration 12 - 1<sup>ère</sup> page recherche d'une assurance MRH pour un appartement 4 pièces en étage intermédiaire d'une résidence récente, LesFurets, septembre 2023*

### **Convertir grâce à des parcours digitaux best-in-class sur le marché.**

Les Assurtechs sont devenues les références en matière d'expérience utilisateur sur les parcours de tarification et de souscription en ligne. Pour cela, elles ont mis en place des usages et des pratiques inspirées par des entreprises d'autres secteurs. Leurs pairs ne sont pas les assureurs d'hier, mais les entreprises technologiques (ex. GAFAM, Uber, Spotify). La conception des parcours vise à donner une double impression à une cible majoritairement composée de 18-35 ans : la simplicité et la rapidité. Dans son benchmark 2023 des bonnes pratiques d'expérience clients (UX<sup>31</sup>) du secteur de l'assurance, Google plaçait 3 Assurtechs (Leocare, Alan et Luko) parmi les six premiers acteurs du classement.

<sup>30</sup> Analyse menée à l'aide de l'outil Semrush, outil marketing de référence dans l'analyse des mots clés, octobre 2023

<sup>31</sup> UX : *User Experience*.

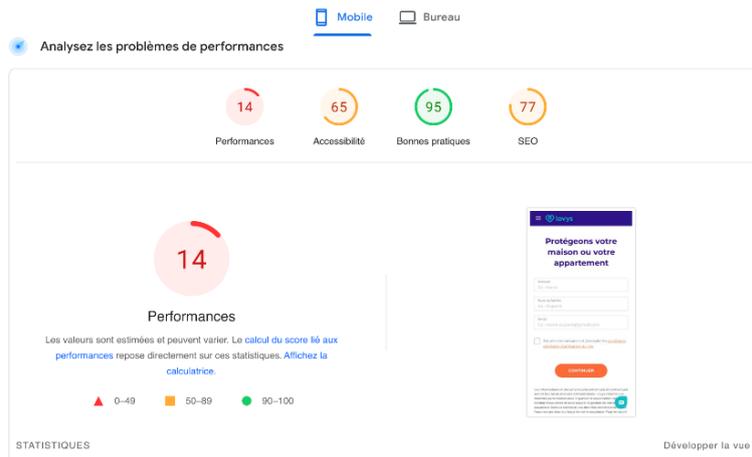


*Illustration 13 - Benchmark Assurance Google 2023 des bonnes pratiques UX*

Le mobile est incontournable et les applications des Assurtechs sont d'abord pensées pour la navigation sur ces outils. Dans son benchmark annuel des meilleures expériences utilisateurs du secteur financier, Google rappelle que plus de 58 % des requêtes sont réalisées sur un appareil mobile (téléphone ou tablette). Les parcours des Assurtechs sur ces appareils contribuent au contournement des barrières psychiques liées à l'assurance :

- le biais de disponibilité : partout et n'importe quand ;
- le biais de commodité : la convivialité de l'interface vient gommer les craintes ;
- le biais de confirmation : les cinq premières secondes sont décisives pour engager favorablement la relation avec la marque ;
- le biais de confirmation sociale : partager son expérience à son entourage avec son mobile est rassurant.

Point d'attention, la performance est clé pour favoriser la conversion. Le parcours doit être le plus réactif possible. Cette réactivité, déterminée en temps de réponse, doit inclure le temps de chargement, la stabilisation visuelle de l'image et la capacité d'interaction. Sur ce point, on constatera que les Assurtechs n'obtiennent globalement pas les meilleurs résultats de la catégorie assurance.



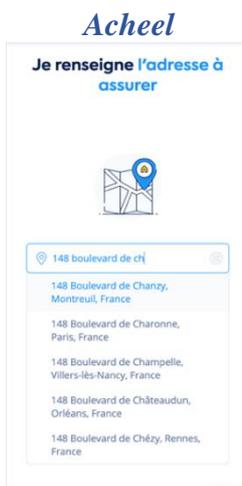
Analyse PageSpeed Insights exemple Lovys, octobre 2023

Les Assurtechs ont mis sur pied des parcours engageants : le message se veut clair, rassurant transparent, les boutons d’actions (CTA<sup>32</sup>) vous accompagnent et ne bougent pas, le recours à des icônes visuelles est systématique et il existe une aide à chaque étape du parcours. Par ailleurs, elles cherchent à réduire au maximum la charge mentale de l’internaute en simplifiant le processus d’achat : pré-remplissage des champs, réduction du nombre de clics, explication des éléments techniques avec des termes simples ou encore limitation à un champ de la saisie de l’adresse avec auto-complétion. Un sujet équivaut à un écran et plus le passage d’un écran à l’autre est automatique mieux c’est. Enfin, les Assurtechs réalisent de nombreux tests utilisateurs (A/B *testing*) pour valider la pertinence de leurs fonctionnalités.

*Explication ludique de la définition d’une pièce*



*Champ adresse unique avec auto-complétion*



*Présence d’icônes et navigation épurée*



*CTA fixe pour souscrire immédiatement*



Illustration 14 - Exemples de bonnes pratiques UX au sein des parcours d’achat

<sup>32</sup> CTA : Call To Action.

Si Assurtech rime dans les esprits avec souscription en ligne, l'étude des parcours met pourtant en avant deux plateformes avec une distribution multi-canal (Acheel, Friday) donnant la possibilité d'être rappelé par un conseiller (*web call back*) au cours de son parcours d'achat. L'objectif est ici de répondre aux préférences de certains prospects ayant besoin d'un contact humain. Enfin, toutes les Assurtechs proposent une assistance via messagerie instantanée. On en conclura la nécessaire mise en avant de l'humain dans la souscription.

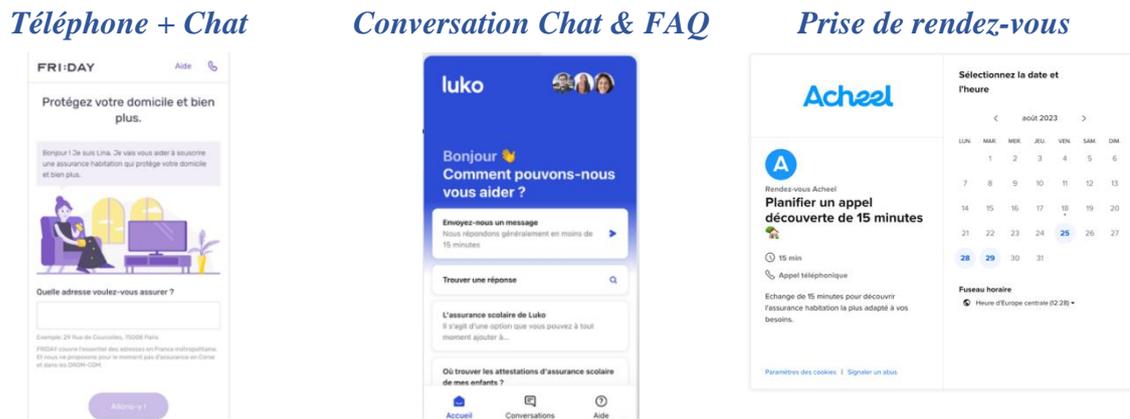


Illustration 15 - Exemples de dispositif d'interaction au sein des parcours d'achat

### Engager avec une tarification rapide de base, transparente et toujours personnalisable.

Dans les parcours des Assurtechs B2C, on observe une constante forte : la tarification est réalisée au plus vite, avec le minimum d'informations et en utilisant des approximations tarifaires. Notre analyse des devis MRH montre que le client accède très rapidement à une offre sur étagère, avec une formule recommandée fortement mise en avant, voire une seule offre visible au premier coup d'œil. Le premier effet visé consiste à fixer l'intérêt du prospect par un prix d'appel agressif. Le second est de simplifier à l'extrême l'affichage des garanties embarquées avec à cette étape peu de texte et l'usage de pictogrammes. À ce stade, la promesse de s'assurer « vite et bien » est tenue.

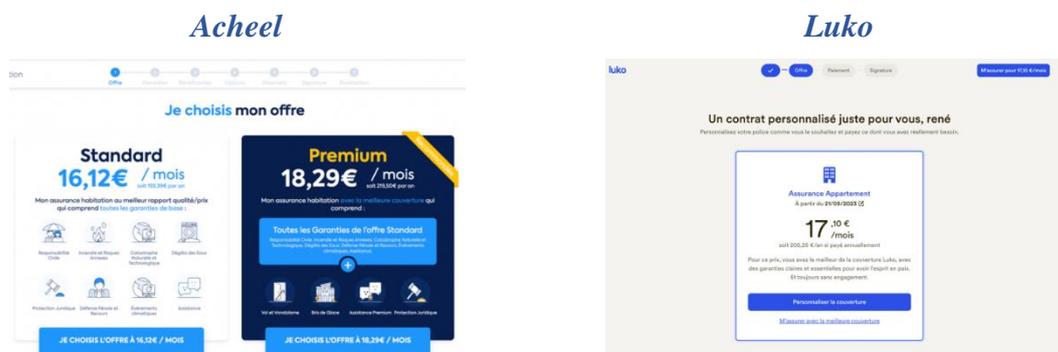


Illustration 16 - Exemples de propositions de tarifs par les Assurtechs

La seconde étape consiste à dérouler et valider les hypothèses de tarification retenues. Ici, on constate une diversité de modulations tarifaires sur la franchise, la valeur des biens mobiliers et les objets de valeur. Mais il subsiste une constante : les écrans sont conçus de façon à ne pas changer les seuils prédéfinis (ex. pré-validation des champs, montant pré-saisi suivi de la mention « conseillé », mise en avant de comparaisons). Toutes ces techniques visent une nouvelle fois à aller vers la simplicité tout en assurant le meilleur équilibre technique possible. La franchise est souvent plus élevée que les standards du marché pour dissuader la prise en charge de sinistres de faible intensité, les objets de valeurs sont généralement une option et la valeur des biens mobiliers est souvent inférieure aux contrats des assureurs traditionnels.

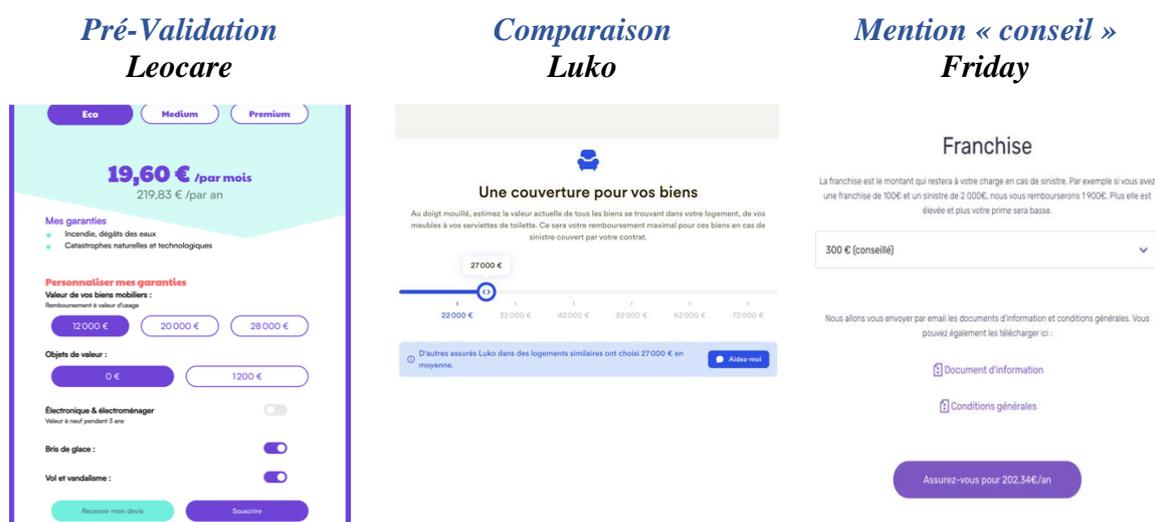


Illustration 17 - Exemples de personnalisation des offres

Dernière étape du parcours, l'ajout de garanties optionnelles permettant de réaliser de l'up-selling ou du cross-selling pour augmenter la valeur future du client (CLV). La méthode, largement répandue, s'appuie sur l'utilisation d'une liste d'options ponctuées d'un bouton pour ajouter une garantie avec une tarification prédéfinie.

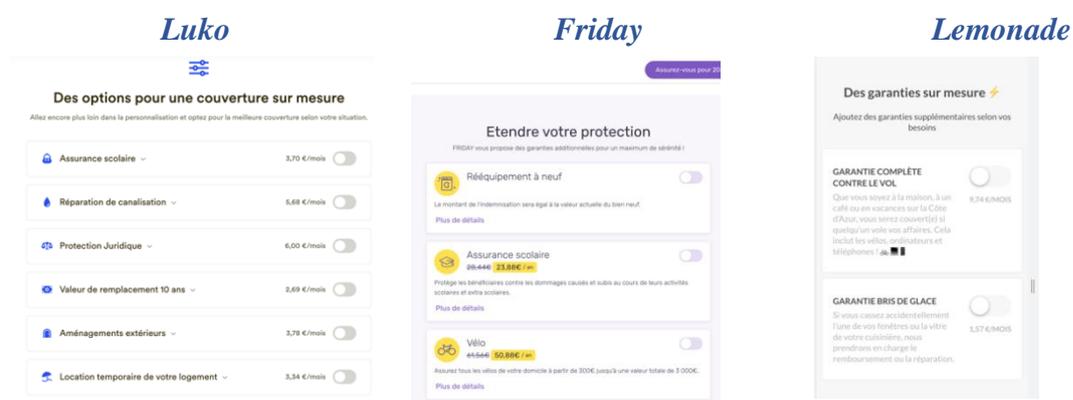


Illustration 18 - Exemples d'ajout d'options au sein des offres

On retiendra ainsi l'excellence de l'expérience utilisateur qui permet de gommer l'aridité d'un parcours de tarification MRH si bien qu'il ne semble pas que les Assurtechs collectent moins de données que les assureurs traditionnels ou proposent moins d'options. Si l'étude montre que les Assurtechs ont réussi à déployer des actifs intéressants, il convient désormais de s'interroger sur la performance commerciale de ces acteurs et spécifiquement sur celles des néo-assureurs et des néo-courtiers<sup>33</sup>.

#### **1.4. Malgré une croissance forte de leurs revenus, le poids des Assurtechs reste marginal sur le marché**

##### **1.4.1. La pénétration du marché demeure faible, notamment sur le segment B2C**

Les levées de fonds et de dette ont notamment permis aux Assurtechs de développer leurs plateformes technologiques, mais elles ont surtout permis de financer le développement de leur activité commerciale. Par leur nature, les Assurtechs sont des entreprises en forte croissance, l'objectif n'est donc pas de comparer la croissance de leur chiffre d'affaires à la croissance de leur marché ou à celle d'acteurs traditionnels. Par ailleurs, les données financières publiques et disponibles sont soit parcellaires, soit communiquées de manière à valoriser au mieux la startup. L'analyse se portera donc sur certains acteurs établis depuis plusieurs exercices pour apprécier au mieux leur pénétration du marché ou dont la communication financière s'inscrit dans des normes standards (ex. *reporting* Solvabilité 2).

#### **Segment B2B - analyse de la performance de +Simple et Assurup.**

Les acteurs du segment B2B sont essentiellement des courtiers, l'analyse ne se portera donc pas sur le volume des primes (GWP), mais sur leur chiffre d'affaires (commissions). Les sociétés retenues pour notre analyse sur ce segment sont le courtier grossiste +Simple spécialisé dans l'assurance IARD pour les professionnels et entreprises et le courtier Assurup spécialisé dans l'assurance pour les startups, PME et indépendants.

+Simple présente pour l'exercice 2022 un chiffre d'affaires de 34,8 M€ (+63 % vs 2021)<sup>34</sup>. Le courtier revendique un réseau de 5 000 courtiers partenaires et 100 000 entreprises clientes<sup>35</sup>. Comment positionner +Simple sur le marché des grossistes ? L'Assurtech a développé un positionnement solide avec 14 % de parts de marché (4<sup>e</sup> acteur) en IARD d'entreprises et 6 %

---

<sup>33</sup> Les enablers n'opérant pas à proprement parler sur les marchés assurantiels, ils sont exclus de l'analyse de la partie 1.4

<sup>34</sup> Argus de l'assurance, Classement 2023 : du mouvement chez les courtiers grossistes, juillet 2023

<sup>35</sup> News Assurance Pro, Courtage : +Simple s'envole en 2022, décembre 2022

de parts de marché (6<sup>e</sup> acteur) sur le segment IARD total<sup>17</sup>. Pour y parvenir, +Simple a adopté une stratégie différente des autres Assurtechs et s'est focalisé sur des opérations de croissance externe, surfant sur la vague de consolidations dans le courtage en Europe. Pour cela, l'entreprise a réalisé trois levées de fonds pour un montant total de 26 M€ avant une 4<sup>e</sup> opération de financement de 90 M€ essentiellement en dette auprès de KKR et Tikehau. Si le seuil de rentabilité a été atteint<sup>36</sup>, l'enjeu consiste désormais à réussir l'intégration de ses acquisitions et à maîtriser son niveau d'endettement dans un contexte de remontée des taux.

Après avoir réalisé une seule levée de fonds en 2017 pour un montant de 1,1 M€, Assurup présente un chiffre d'affaires de 1,4 M€ pour l'exercice 2022 (+112 % vs 2021) avec une équipe de 9 personnes<sup>37</sup>. La startup revendique une base clients de plus de 10 000 entreprises. Si la part de marché reste encore faible sur le marché du courtage, Assurup pointe en 37<sup>e</sup> position au classement des courtiers spécialistes. Malgré cette relative « petite taille », le CEO du courtier affirme<sup>38</sup> que l'entreprise est rentable depuis 2022. La stratégie d'Assurup est également originale comparée aux autres Assurtechs : peu de fonds levés (un tour de *seed*), une dynamique de croissance rentable ; une maîtrise des coûts d'acquisition et de multi-équipement et une trajectoire claire de développement avec de nouveaux produits et une plateforme de courtage grossiste. Même s'il s'agit de deux exemples, le marché B2B apparaît comme un segment propice pour l'émergence des Assurtechs avec des courtiers peu digitalisés.

### **Segment B2B2C - analyse de la performance d'Alan Insurance<sup>39</sup>.**

Alan Insurance est la filiale dédiée à l'activité assurantielle du groupe Alan et est une société agréée par l'ACPR. L'entreprise opère en France, en Belgique et en Espagne. L'analyse se concentrera uniquement sur le marché français puisque le développement international reste à ce stade marginal. Le montant des primes émises atteint 142 M€ en 2022 contre 81 M€ en 2021. Si Alan n'est plus une startup, mais désormais une scale-up, le rythme de croissance reste soutenu (+75 %). De manière plus granulaire, il est intéressant d'observer le poids de la réassurance. 42 % sont cédées dans le cadre d'un traité de réassurance et le chiffre d'affaires net de réassurance atteint 83 M€. Pour mieux appréhender le poids d'Alan sur le marché de la santé collective, nous retenons les primes émises brutes de réassurance comme indicateur de référence. Les cotisations sur le marché de la santé collective<sup>40</sup> ont atteint 20 Md€ en 2022.

---

<sup>36</sup> NextStep, +Simple assure l'avenir avec KKR, octobre 2022

<sup>37</sup> Argus de l'Assurance, Classement 2023 des courtiers du marché français

<sup>38</sup> Argus de l'Assurance, Le top 15 du courtage français chamboulé, juin 2023

<sup>39</sup> Groupe Alan, Rapport sur la solvabilité et la situation financière, avril 2023

<sup>40</sup> France Assureurs, Le marché des assurances santé et prévoyance en 2022, juillet 2023

Après 6 exercices, la part de marché d'Alan est donc de 0,7 % ! Cette faible pénétration s'explique par le fait qu'Alan distribue son produit sans recourir aux courtiers et cible principalement des petites entreprises donc des petites primes.

En tant que compagnie d'assurance, Alan doit relever un double défi : maintenir sa dynamique de croissance pour ancrer durablement son positionnement sur le marché et en même temps maîtriser son résultat technique. Sur la première dimension, le défi semble relevé avec une croissance acquise pour 2023 de +76 %. L'entreprise présentait en 2020 un résultat technique brut de -33 M€, cet indicateur se dégradait en 2021 à -52 M€. L'exercice 2022 a été clôturé avec un résultat technique toujours en déficit à -15 M€, mais en sensible amélioration<sup>41</sup>. Soulignons qu'Alan a accentué ses investissements technologiques et en capital humain (539 employés à la fin du premier semestre 2023) au cours des trois derniers exercices. Dès que la scale-up ralentira ses investissements, cela permettra de converger vers le seuil de rentabilité. Dans sa lettre trimestrielle aux actionnaires<sup>42</sup>, l'entreprise annonce ainsi avoir utilisé 3 M€ de trésorerie de moins qu'en 2022 à la même période de l'année. Au-delà des frais généraux, Alan devra nécessairement renforcer sa maîtrise technique pour assurer le développement pérenne de l'activité assurantiel. L'enjeu pour Alan est donc de disposer de suffisamment de temps de la part des investisseurs et de trésorerie pour atteindre cet objectif.

### **Segment B2C - analyse de la performance de Luko<sup>43</sup>, Acheel<sup>44</sup> et Leocare.**

Luko est devenue une scale-up emblématique de l'écosystème à la suite de ses levées de fonds records en séries A (20 M€) et B (50 M€). L'entreprise a agi en tant que courtier avant de devenir néo-assureur début 2023 grâce à l'agrément de Coya, startup allemande rachetée en 2022. Luko n'a jamais communiqué sur son chiffre d'affaires, mais uniquement sur la croissance de sa base clients. La procédure de sauvegarde initiée en juin 2023 avant son rachat par Admiral a permis de mettre en lumière cet indicateur. À fin 2022, soit après 5 exercices, le chiffre d'affaires de Luko s'établit à 4,1 M€ pour 176 collaborateurs ! Ce chiffre d'affaires correspond à des commissions de courtage principalement en assurance habitation. En considérant que le taux moyen de commission du marché sur cette activité est de 20 %, le volume de primes acquises par Luko s'établirait environ à 20,5 M€, soit 0,2 % du marché de l'assurance habitation qui pèse 12,2 Md€ en 2022.

---

<sup>41</sup> Groupe Alan, Rapports sur la solvabilité et la situation financière 2021 et 2022

<sup>42</sup> Alan - 2023 Q2 Letter to Shareholders, 26 juillet 2023

<sup>43</sup> Tribunal de commerce de Bobigny, minute du jugement de la procédure de sauvegarde accélérée de Luko, juin 2023

<sup>44</sup> Acheel, Rapport sur la solvabilité et la situation financière, avril 2023

Acheel est un acteur hybride : compagnie d'assurance agréée par l'ACPR en assurance habitation et santé notamment et courtier pour l'assurance automobile lancée plus récemment. Le volume de primes émises atteint 79,5 M€ de primes en 2022, soit une croissance de 500 % au cours de sa deuxième année d'exercice. La part de marché d'Acheel n'est pas, à ce stade du développement de l'entreprise (2 exercices complets), un indicateur pertinent pour analyser le positionnement de l'entreprise sur le marché.

Enfin, les informations concernant le chiffre d'affaires de Leocare ne sont pas disponibles. Élargissons donc l'analyse au nombre de clients acquis par ces trois Assurtechs.

Fin 2022, Luko annonçait avoir conquis 400 000 clients, dont environ 80 000 en Allemagne (issus du rachat de Coya), soit environ 320 000 clients en France en 5 ans d'activité<sup>45</sup>. Leocare<sup>46</sup> en compte 160 000 depuis sa création en 2017. Acheel revendiquait 325 000 clients pour 240 000 contrats en avril 2023. Lovys, créée en 2017, revendiquait 50 000 clients en 2021 et n'a plus communiqué sur cet indicateur depuis. Le rythme de croissance d'Acheel semble nettement supérieur à celui de ses concurrents. Cela s'explique principalement par la diversification de son modèle de distribution qui intègre le courtage depuis sa création.

Néanmoins et pour conclure l'analyse, les principales Assurtechs n'ont pas encore réussi à capter un million de clients en assurance habitation, automobile ou santé pour les particuliers. Mentionnons à titre de comparaison, les chiffres du leader du segment de l'assurance directe Direct Assurance lancé en 1992 et qui était sans doute une Assurtech avant l'heure. Après trente ans d'existence, le portefeuille est constitué d'environ 1,5 M de contrats, dont environ 330 K en MRH. Si elles ont connu des débuts prometteurs, un plateau semble donc s'installer en matière d'acquisition clients après quelques exercices. Comment analyser ce phénomène ?

#### 1.4.2. La structure de marché et l'absence d'innovation de rupture sont les principaux freins au développement à l'échelle des Assurtechs

Malgré d'importantes levées de fonds, la part de marché des Assurtechs reste plutôt limitée, même si les dynamiques sont variées en fonction du segment d'activité. Le B2C est à ce titre symbolique de ce développement contrasté. Comment expliquer ce phénomène ? Ce segment est celui qui a attiré le plus d'Assurtechs avec un potentiel de disruption prometteur : une faible digitalisation, des offres traditionnelles peu différenciées et une perception relativement mauvaise de la qualité de service par les consommateurs. Paradoxalement, il s'agit du segment

---

<sup>45</sup> Argus de l'assurance, Comment Luko fait évoluer sa stratégie pour atteindre la rentabilité, novembre 2022

<sup>46</sup> Source : site internet de Leocare - <https://leocare.eu/fr/carrieres/>

le plus résistant à la percée des startups. Si de nombreux observateurs ont longtemps considéré la réglementation comme une barrière forte à l'entrée, il semble que les entrepreneurs et investisseurs aient sous-estimé deux facteurs clés sur ce segment : l'intensité concurrentielle et l'omnipotence des réseaux de distribution physique.

Premièrement, l'assurance IARD des particuliers est un marché saturé avec près d'une centaine d'acteurs en Automobile et en Habitation. L'intensité concurrentielle y est particulièrement forte, avec des primes moyennes parmi les plus basses d'Europe et des coûts d'acquisition élevés. Symbole de cette concurrence intense, sur les 3 premiers trimestres de l'année 2022, plus de 470 marques ont investi plus de 540 M€ pour faire la publicité de leurs produits d'assurance<sup>47</sup>. Ces deux marchés sont par ailleurs des segments historiquement non rentables avec des ratios combinés<sup>48</sup> qui après réassurance s'établissent respectivement à 100,4 % et 102,7 % en 2022. Les coûts de sinistres augmentent notamment de manière significative d'année en année. Il apparaît ainsi difficile d'émerger sur de tels marchés.

Le deuxième effet concerne la distribution des produits d'assurance pour les particuliers qui est totalement dominée par les réseaux traditionnels. Le marché de la MRH en est l'illustration parfaite, puisque la vente directe (internet et plateformes téléphoniques) ne représentait en 2022 que 1,6 % des contrats et 1,2 % des primes acquises<sup>49</sup> contre 31 % pour la bancassurance (65 000 conseillers), 28 % pour les agents généraux (12 500 agents et 27 700 collaborateurs) et 27 % pour les mutuelles<sup>50</sup> (18 000 collaborateurs). Même si le direct connaît la croissance la plus dynamique (+12,8 % en nombre de contrats), la taille du gâteau reste epsilonlesque. « *Capter près d'un contrat habitation en ligne sur quatre en France* » comme le revendiquait Luko<sup>51</sup> n'est donc pas suffisant pour atteindre rapidement une taille critique et ainsi exister sur ce marché. La faible part de marché du digital, en tant que mode de distribution, pénalise donc les *pure players* internet ou mobile en B2C, mais aussi les acteurs sur des segments B2B2C et B2B dominés par les courtiers.

C'est notamment le cas en santé collective. Le choix de ne pas utiliser d'intermédiaires courtiers retarde l'atteinte d'une taille critique sur ce segment pour une Assurtech comme Alan. En B2B, certaines startups ont d'ailleurs très rapidement pivoté du modèle direct vers l'intermédiation pour accélérer leur croissance. C'est le cas de Stoik qui vendait initialement

---

<sup>47</sup> Argus de l'assurance, Campagnes publicitaires : les assureurs réinvestissent sur leur marque, janvier 2023

<sup>48</sup> France Assureurs, Données clés 2022, août 2023.

<sup>49</sup> France Assureurs, L'assurance habitation en 2022, août 2023

<sup>50</sup> En cotisations acquises

<sup>51</sup> Luko to join Admiral Group to build a market leading online insurer, juin 2023

son produit cyber en direct avant de pivoter vers le modèle grossiste quelques mois après. De même pour +Simple qui était initialement un courtier digital avant de devenir grossiste pour accélérer sa croissance.

Si les conditions de marché freinent le développement des Assurtechs, une dimension plus endogène à ces startups constitue aussi une limite importante. Les innovations apportées étaient-elles suffisantes pour transformer le marché ? Il est possible d'apporter un éclairage sur ce sujet sous l'angle de deux théories économiques de référence sur l'innovation, développées par Joseph Schumpeter et par Clayton Christensen.

Le premier, dans sa *Théorie de l'évolution économique* (1912), identifie 5 types d'innovations comme catalyseurs de la croissance économique : l'innovation de produits, de procédés, de modes de production, de débouchés et de matières premières. Selon lui, la rupture et donc l'expansion économique ne viennent pas forcément d'un seul type d'innovation, mais de l'association de plusieurs d'entre elles qui forment des « grappes d'innovations » avec l'innovation produit au centre. L'analyse menée sur les innovations des startups montre qu'il y a une majorité d'innovations de procédés (plateforme technologique moderne) combinées à des innovations de débouchés avec la digitalisation des parcours de vente. Or l'innovation produit, essentielle pour créer la rupture, n'est pas apparue - sauf peut-être pour certaines startups positionnées sur des marchés de niche comme le Cyber mais qui sont encore trop jeunes pour les qualifier de ruptures. C'est d'ailleurs ce que confirmait dès 2019 Salim Echoukry<sup>52</sup>, CEO de Klein Blue Ratings une plateforme de veille de startups : « *peu d'Assurtechs sont parvenues à innover sur les produits* ».

Clayton Christensen, universitaire à la Harvard Business School, a développé la théorie de l'innovation disruptive dans *The innovator's Dilemma* (1997). S'il explique comment les technologies sont à même de mettre en danger les grandes entreprises, Christensen précise que toutes les innovations ne sont justement pas porteuses de “*disruption*”. Il distingue 3 types d'innovations. L'innovation de continuité (*sustaining innovation*) est une amélioration d'un produit ou d'un processus existant. L'innovation d'efficience (*efficiency innovation*) consiste à réduire les coûts de production et de distribution de produits et services existants. Enfin, l'innovation transformatrice ou disruptive (*empowering / disruptive innovation*) consiste à développer un nouveau produit beaucoup moins coûteux sur un segment de marché non ou mal adressé. S'appuyant sur cette catégorisation, Christensen explique que les grandes entreprises

---

<sup>52</sup> Argus de l'Assurance, 26 novembre 2019

qui sont uniquement concentrées sur les innovations d'efficacité, risquent à long terme la faillite en négligeant les nouveaux entrants qui arrivent sur des marchés avec des innovations transformatrices. Pour le marché de l'assurance, la digitalisation des parcours de vente constitue une innovation de continuité puisque ce mode de distribution existait déjà avant l'arrivée des Assurtechs qui ont su l'améliorer. Les plateformes IT modulaires, interopérables et la maîtrise de la *data* relèvent de la même catégorie voire d'une innovation d'efficacité, permettant aux startups d'opérer à coûts informatiques plus faibles que les assureurs traditionnels. Mais dans les deux cas, nous n'observons pas de rupture sur le produit (sur ses garanties, son *pricing* et ses services d'indemnisation) ni de rupture majeure sur les coûts d'acquisition ou de gestion de sinistres. Florian Graillot, fondateur du fonds *astorya.vc* spécialisé sur les Assurtechs, affirmait : « *développer de beaux parcours digitaux, c'est bien, mais insuffisant pour créer de la valeur*<sup>53</sup> ». Cet actif offre d'ailleurs un avantage compétitif assez court et finalement peu protecteur puisque facilement répliquable. En réponse à l'arrivée des Assurtechs, les acteurs traditionnels ont d'ailleurs accéléré les programmes de digitalisation de leurs parcours de souscription.

Si les startups ont réussi à émerger au sein du secteur de l'assurance, quasiment aucune d'entre elles ne s'est encore véritablement imposée sur son marché. Pis, la promesse d'hyper croissance et de disruption du marché n'a pas été délivrée. Dans le même temps, la conjoncture économique s'est durcie depuis 2022. En effet, la hausse des taux d'intérêt pour juguler l'inflation a bouleversé les attentes des agents économiques : consommateurs et surtout investisseurs. Ces derniers sont désormais plus prudents et exigeants au moment d'investir dans des startups et scale-ups. Ils ne regardent plus seulement la capacité des Assurtechs à croître, mais aussi les fondamentaux de leur modèle économique et leur capacité à devenir rentables à court terme. Nous verrons en deuxième partie que de nombreuses startups l'écosystème Assurtech ont leur valorisation fondre et qu'elles rencontrent désormais des difficultés à lever des fonds pour assurer leur survie. Dès lors est-ce la fin des Assurtechs ? Nous étudierons également dans cette deuxième partie les leviers à disposition de ces entreprises pour survivre en se concentrant plus particulièrement sur la maîtrise des fondamentaux métiers et sur les segments assurantiels attractifs avec un fort potentiel de valeur pour les investisseurs.

\*\*\*

---

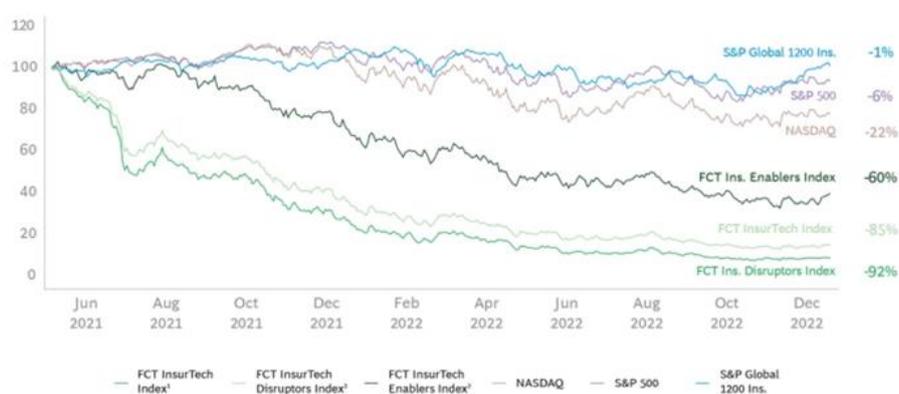
<sup>53</sup> Argus de l'Assurance, Assurance habitation : pourquoi Luko a pris l'eau, juillet 2023

## 2. Le durcissement des conditions de financements depuis 2022 contraint les Assurtechs à se recentrer sur les fondamentaux de marchés ou à trouver des poches de valeur pour assurer leur survie

### 2.1. Dans un contexte macroéconomique complexe, les investisseurs rehaussent leurs exigences et dévalorisent les Assurtechs

#### 2.1.1. L'éclatement de la bulle américaine a entraîné une dévalorisation de l'écosystème européen

L'éclatement de la bulle Assurtech n'est pas un phénomène isolé puisque de nombreuses entreprises technologiques ont également subi ce retour de bâton depuis 2022. Après l'envol des valorisations en 2020 et 2021, les Assurtechs ont vécu une forte correction de leurs valeurs. Ce phénomène qui touche tous les types d'acteurs (*enablers* et acteurs de la relation client), a été initié aux États-Unis. Une dizaine d'Assurtechs comme Lemonade, Root, Hippo ou Oscar ont intégré les places financières pour trouver de nouveaux capitaux. L'impact sur leur valorisation est sans appel. Selon le BCG FinTech Control Tower<sup>54</sup>, elles ont perdu 85 % de leur valeur en 18 mois (cf. illustration 19). Le panier des *enablers* limite la casse (-60 %) grâce au modèle économique de plateforme SaaS (revenu récurrent, infrastructure légère et petit bilan), alors que celui des *Insurtech Disruptors* perd 92 % de sa valeur. Ce dernier est composé d'acteurs B2C majoritairement agréés à porter des risques.



Source: BCG FinTech Control Tower; S&P Capital IQ.

Note: FCT = FinTech Control Tower.

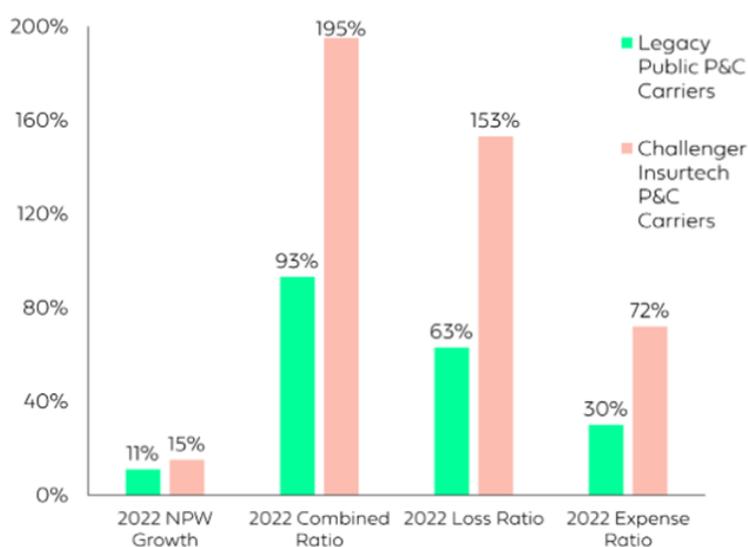
<sup>†</sup>The FCT InsurTech Index is calculated as the weighted average of the share prices of 17 public insurtechs: Lemonade, Hippo, Oscar, Doma, Duck Creek, Accolade, Guidewire, Clover Health, Waterdrop, Fineos, Huize, Bright Health, Farmers Edge, EverQuote, SelectQuote, GoHealth, and Root.

<sup>‡</sup>The FCT InsurTech Disruptors and Enablers indexes are calculated as the weighted average of the share prices of 17 public insurtechs clustered by operating model. The Disruptors Index includes 12 digital insurers and intermediaries (Oscar, GoHealth, Clover Health, Bright Health, Waterdrop, Hippo, Doma, Lemonade, EverQuote, Huize, Root, and EverQuote), and the Enablers Index includes 5 technology platforms (Guidewire, Duck Creek, Farmers Edge, Accolade, and Fineos).

Illustration 19 - Performance des Assurtechs cotées entre juin 2021 et décembre 2022

<sup>54</sup> BCG FinTech Control Tower, Insurtech's Hot Streak Has Ended. What's Next?, mai 2023

Qu'en conclure ? Si les fonds de capital-risque valorisaient les Assurtechs comme des entreprises technologiques, les introductions en bourse ont changé la donne. Elles sont désormais analysées comme des compagnies d'assurance et la comparaison avec les acteurs établis n'est pas reluisante (cf. illustration 20). Confrontées à tous les défis du modèle B2C de la chaîne de valeur assurantielle, les Assurtechs ont été sanctionnées par les investisseurs faute d'avoir été capables de délivrer des résultats solides sur les fondamentaux assurantiels. Adam Chadroff, investisseur spécialiste des Assurtechs chez Equal Ventures, affirmait d'ailleurs : « *a great UX cannot make up for a bad insurance book* ».



*Illustration 20 - Comparaison de la performance technique entre Assurtechs et acteurs traditionnels (Etats-Unis)<sup>55</sup>*

Les cas de Lemonade et Root sont en ce sens éloquentes. Les deux compagnies ont délivré des ratios combinés supérieurs entre 135 % et 200 % entre 2019 et 2021. Les ratios de frais plus élevés que la moyenne peuvent s'expliquer par l'importance des investissements technologiques et marketing pour ancrer les marques au sein du marché. Néanmoins, le montant des *loss ratios* qui sont supérieurs à 85 %, démontre une problématique structurelle sur la qualité de la souscription (cf. illustration 21). En 2022, Lemonade restait sur la même tendance avec un ratio combiné supérieur à 150 % alors que celui de Root culmine à 120 % au prix d'une très forte baisse des investissements marketing. Dans les deux cas, les ratios de sinistres à primes restent supérieurs à 85 %.

<sup>55</sup> Source : Equal Ventures, 2023

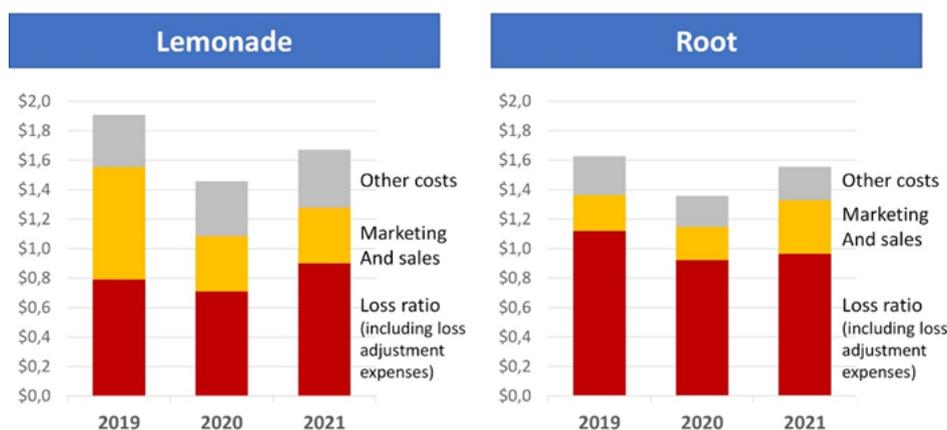


Illustration 21 - Comparaison des ratios combinés de Lemonade et Root<sup>56</sup>

Ces mauvais résultats ont entraîné une vague de scepticisme sur l'écosystème Assurtech en Europe et en France alors même que le modèle de néo-assureur « n'a représenté que 2 % du total des deals sur ces cinq dernières années en Europe » selon Florian Graillot. La défiance s'est traduite par une baisse du nombre d'opérations de M&A de -43 % selon le BCG<sup>57</sup> et donc invariablement sur les multiples de valorisation faute d'acheteurs. Avolta Partners<sup>58</sup> suggère que les fonds de capital-risque valorisent une Assurtech B2C ou B2B2C 25 fois ses revenus au moment de l'investissement, mais sortent sur une valorisation de fois 3. La correction est la même pour les *enablers* puisque le benchmark<sup>59</sup> de valorisation se situait aux environs de 6.5x fois l'ARR à fin 2022, soit près de 2,5 fois moins que 2 années plus tôt.

L'exemple le plus marquant sur le marché français reste la dévalorisation de Luko qui s'est vendue pour 14 M€ à Admiral en juin 2023, soit 3,4 fois ses revenus, très loin de sa valorisation à 250 M€ lors de sa dernière levée de fonds en 2020. Cette décote n'est pas surprenante quand on sait que le modèle de Luko était très largement inspiré de celui de Lemonade avec un positionnement mono-produit, un système de *give back* et un modèle de distribution 100 % digital. Même si elles ne sont pas comparables, les deux licornes de l'écosystème français (Alan et Shift) ne sont pas épargnées. Un indicateur<sup>60</sup> de véracité des valorisations développé par Challenges et l'emlyon business school semble confirmer leurs survalorisations<sup>61</sup>. La

<sup>56</sup> Source : rapports financiers des entreprises

<sup>57</sup> BCG FinTech Control Tower, Insurtech's Hot Streak Has Ended. What's Next?, mai 2023

<sup>58</sup> Avolta Partners, European fintech trends & multiples 2023, juin 2023

<sup>59</sup> Source : SaaS Capital Index

<sup>60</sup> Méthodologie : Directeur master in Finance chez emlyon business school, Jean-Pascal Brivady a mis au point avec ses équipes une méthode d'évaluation des start-up. Pour arriver à un ratio de crédibilité de la valorisation annoncée, huit critères sont retenus. Le niveau des objectifs et les moyens nécessaires pour y parvenir, le fait que le modèle ait déjà été éprouvé au niveau du secteur, l'intensité de la concurrence et le positionnement, la capacité du tour de table à réinvestir, l'estimation des ressources financières, le multiple de valorisation entre les 2 derniers tours de table, la comparaison de ce multiple avec les pratiques habituelles précédent le passage au statut de licorne, la liquidité du secteur permettant d'assurer une sortie.

<sup>61</sup> Challenges, French Tech : Voici ce que valent vraiment les licornes françaises, mai 2023

valorisation d'Alan à 2,7 Md€ ne serait fiable qu'à hauteur de 65 % alors que celle de Shift à 1 Md€ atteint un score de 70 %. Selon Avolta Partners, Shift a même perdu son statut de licorne avec une dernière valorisation estimée à 0,8 Md€<sup>62</sup>. L'éclatement de la bulle Assurtech impacte aussi certains acteurs plus établis. C'est le cas de Wakam qui a opéré une mue technologique significative ses dernières années. La compagnie qui souhaitait lever entre 150 et 200 M€ pour changer d'échelle, a finalement renoncé à son projet<sup>63</sup>. Ce dernier butait sur la valorisation estimée par l'entreprise et celle réalisée par les potentiels investisseurs.

Au-delà de ces exemples, la chute des valeurs boursières américaines a conduit à une baisse générale et massive des investissements privés dans les Assurtechs.

### 2.1.2. Les fonds de capital-risque ont massivement réduit leurs investissements dans les Assurtechs depuis 2022

Le marché des levées de fonds s'est retourné en 2022 avec un très net ralentissement pour l'ensemble des entreprises technologiques et notamment des Assurtechs. Les chiffres présentés précédemment dans le mémoire l'attestent avec une décreue des montants levés de -49 % dans le monde<sup>64</sup>. C'est ce que confirme l'observatoire du BCG Fintech Control Tower<sup>65</sup> qui montre en outre que parmi les Fintechs, le segment assurance est celui qui a vécu la baisse la plus importante en matière de financement avec une décreue de -50 % des capitaux levés, contre -43 % pour l'ensemble des Fintechs. En observant plus en détail la dynamique de l'écosystème, quatre points saillants apparaissent :

- L'assurance IARD est celle qui enregistre le plus fort déclin avec une diminution des levées de fonds de -48 %, dont -55 % pour le segment des particuliers (-70 % en automobile).
- Le ralentissement touche tous les modèles (néo-assureurs, intermédiaires, prestataires de services), mais se concentre principalement sur les *pure players* digitaux (-57 %).
- Les acteurs plus matures sont les plus touchés : les capitaux levés en série C et au-delà (3<sup>e</sup> tour de financement pour une entreprise) ont diminué de -60 %.
- Le nombre de *mega rounds* est en net repli malgré d'importantes levées de fonds comme celles d'Alan en France (183 M€) ou de Wefox (400 M\$) en Allemagne.

---

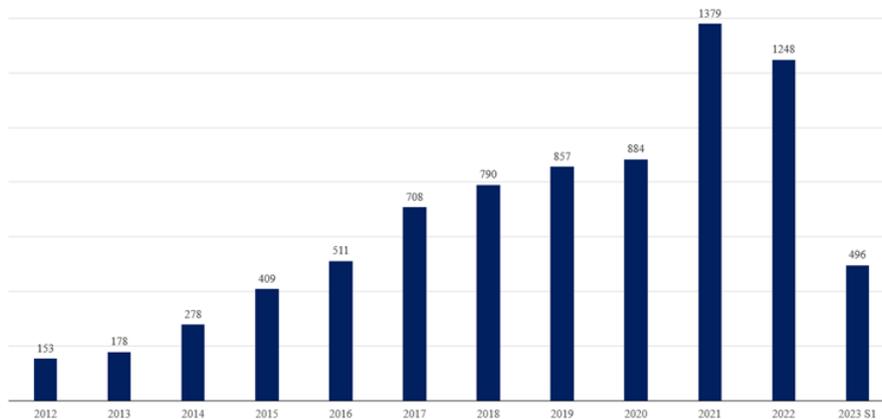
<sup>62</sup> Avolta Partners, VC & Exit multiples, octobre 2023

<sup>63</sup> Argus de l'Assurance, Un assureur français renonce à l'ouverture de son capital, octobre 2022

<sup>64</sup> Global Insurtech Report, Gallagher RE & CB Insights, février 2023

<sup>65</sup> Insurtech's Hot Streak Has Ended. What's Next?, mai 2023

Moins généreux, les investisseurs sont également moins nombreux à être actifs au sein de la sphère Assurtech. Les chiffres de Gallagher Re et CB Insights<sup>66</sup> sont encore éloquentes comme le montre l'illustration suivante avec une baisse de -10 % du nombre d'investisseurs entre 2022 et 2021 et dont la tendance s'accélère en 2023. Il semble ainsi que de nombreux investisseurs néophytes du secteur assurantiel se soient retirés du marché.



*Illustration 22 - Nombre d'investisseurs privés dans les Assurtechs dans le monde*

Comme lors de nombreux chocs économiques, les secousses sont moins fortes en France. Notre écosystème résiste en effet plutôt mieux à ce retournement que la moyenne mondiale avec une baisse de « seulement » -11 % des financements entre 2022 et 2021 (cf. chiffres présentés en partie 1.2.1) et avec 13 tours de tables de plus sur la même période<sup>67</sup>. La correction la plus forte concerne également le segment B2C en IARD puisqu'aucune des 10 premières levées de fonds en 2022 ne concerne ce segment. Pire, le retournement du marché n'a pas permis à certains de réaliser les levées de fonds attendues. L'exemple le plus emblématique reste Luko qui, en l'absence de fonds levés en 2022, a été contraint d'initier une procédure de sauvegarde avant d'être racheté par un assureur établi. Les investisseurs se sont plutôt portés sur des scale-ups avec un modèle a priori plus solide (Alan, Descartes Underwriting, +Simple) ou des marchés avec de fortes perspectives de croissance (ex. cyber, affinitaires). Qu'en conclure ? Il est important de souligner que 2021 avait été une année exceptionnelle. L'année 2022 marque un ralentissement certain, mais les montants investis restent en croissance par rapport à 2020. La part des Assurtechs dans le financement total des startups françaises a fortement reculé de 2021 à 2022 passant de 5,4 % à 4,1 % illustrant la perte d'attractivité de l'écosystème auprès des investisseurs (cf. illustration 5). L'exercice qui vient de s'écouler s'apparente donc à une forte correction et à un retour à la normale.

<sup>66</sup> Gallagher Re Global InsurTech Report for Q2 2023, août 2023

<sup>67</sup> Argus de l'Assurance, L'écosystème Assurtech se concentre, février 2023

La tendance se confirme en 2023 avec des investissements moins importants et davantage ciblés. On observe une nouvelle baisse significative de -50 % des montants levés et de -26 % du nombre de deals à la fin du premier semestre. Par ailleurs, il apparaît que les Assurtechs B2B du marché français n'arrivent plus à lever de fonds. Seule Garantme a réalisé une levée significative avec un tour à 15 M€ en série B. Les investissements se sont plutôt concentrés sur les *enablers* (ex. Akur8, Korint) ou sur les marchés B2B spécifiques (ex. Dattak, Stoik).

Certains acteurs ont échappé à ce double phénomène de dévalorisation et de raréfaction des capitaux. Alan a par exemple réussi à lever 183 M€ en 2022 lors d'une série E valorisant l'Assurtech à hauteur de 2,7 Md€. Cette valorisation a été multipliée par deux par rapport à la série D alors même que nous avons vu en partie 1.4 que le poids de l'entreprise restait marginal sur son marché et que les fondamentaux assurantiels n'étaient pas robustes. Wefox a aussi échappé à cette tendance en annonçant une levée de 400 M\$ en juillet 2022 pour une valorisation de 4,5 Md\$ ! Ce tour a été complété en 2023 avec 55 M\$ additionnels pour une valorisation intacte<sup>68</sup>. Mais à quel prix ? Wefox qui opère en tant que grossiste et assureur, présente une croissance, mais aussi des ratios techniques à trois chiffres ! Sa filiale assurantielle présente un *loss ratio* à 139 % et un ratio combiné à 273 %...<sup>69</sup> Julian Teicke, CEO et fondateur de la scale-up affirmait pourtant en juillet 2022 : « *We can really make sure that on our own book we only do the cherry picking, meaning we only get the most profitable customers* »<sup>70</sup>. On ne peut que constater le fossé entre l'affirmation du dirigeant et la réalité des chiffres. Ce cas précis illustre aussi qu'il peut exister une certaine forme d'irrationalité dans les valorisations des Assurtechs.

Se pose dès lors la question de la valeur réelle de ces entreprises d'autant plus que les investisseurs changent de comportement en rehaussant leur degré d'exigence en matière de modèle économique. Pour ce faire, ils doivent changer d'approche pour décider d'investir ou non dans une Assurtech et pour l'évaluer de la manière la plus juste possible.

### 2.1.3. Les méthodes de valorisation des Assurtechs doivent s'enrichir pour une meilleure évaluation des entreprises

Nous l'avons vu en première partie, les critères d'investissement et de valorisation des Assurtechs dépendaient souvent des qualités de l'équipe fondatrice ou uniquement de la

---

<sup>68</sup> Efficens - Digital & Assurance, wefox, un nouveau financement et des questions, février 2023

<sup>69</sup> Wefox Insurance AG, Rapport sur la solvabilité et la situation financière, avril 2023

<sup>70</sup> Forbes, Bucking Grim Fintech Trend, German Digital Insurance Provider WeFox Raises \$400 Million For Expansion To U.S. And Asia, juillet 2022

croissance du chiffre d'affaires. L'histoire récente a également montré que ces méthodes ont conduit à une situation non pérenne pour toutes les parties prenantes avec une perte de valeur inéluctable pour les actionnaires et des difficultés d'accès à de nouveaux fonds pour les entrepreneurs. Ces derniers doivent alors tailler dans les effectifs (ex. -75 % pour Root, -10 % pour Wefox, -16 % pour Zego au Royaume-Uni ou -20 % pour Luko) et réduire massivement leurs dépenses pour prolonger leur espérance de vie et en même temps délivrer la valeur attendue par les investisseurs pour obtenir une valorisation au moment de leur sortie supérieure à celle réalisée à l'entrée.

Que retenir de la situation actuelle ? Si nous n'allons pas aussi loin que Robert Hartwig, économiste à l'université de Caroline du Sud spécialiste de l'assurance, qui estime que « *les investissements dans la plupart des Assurtechs ont le même niveau de rationnel qu'un investissement dans le dogecoin* » ; notre conviction est que la valorisation des Assurtechs sur la base du suffixe « tech » et non du préfixe « Assur- » était une erreur. Néanmoins, il est de la responsabilité de tout investisseur de distinguer les effets de mode de la réalité opérationnelle d'une entreprise et d'un marché.

Dès lors, comment valoriser les Assurtechs « au juste prix » ? L'exercice n'est pas évident, car aucune Assurtech n'est devenue publique sur le marché européen. Par ailleurs, un des écueils de l'exercice consisterait à les assimiler aux assureurs traditionnels et à adopter les mêmes multiples. Cela reviendrait à minimiser le potentiel de croissance des startups et scale-ups et à ne pas prendre en compte leurs actifs technologiques. L'objet du mémoire n'est pas de définir une méthodologie de valorisation des Assurtechs ou de définir une fourchette de multiples de revenus ou d'EBITDA, mais bien de proposer quelques critères essentiels aux investisseurs et entrepreneurs pour apprécier la valeur de ces entreprises<sup>71</sup>, en attribuant plus d'importance à la dimension assurantielle qu'au volet technologique. En effet, aussi puissante soit la technologie au cœur d'une Assurtech, ces entreprises évoluent sur un secteur particulier. Elles sont (hors *enablers*) *in fine* et dans tous les cas des entreprises d'assurance.

Avant de développer les différents critères, il est essentiel de mettre en lumière un prérequis dans l'évaluation d'une entreprise d'assurance : la compréhension du secteur. Nous pensons qu'il est utile que des investisseurs néophytes apportent des capitaux pour financer l'innovation dans le secteur, si ces investissements sont réalisés de manière éclairée en tenant compte des fondamentaux du secteur. C'est d'ailleurs une idée défendue par certains investisseurs

---

<sup>71</sup> Les critères proposés ne s'appliquent pas aux Assurtechs *enablers* qui doivent être valorisées comme des plateformes technologiques SaaS

spécialistes comme Adam Chadroff d'Equal Ventures : « *insurance needs investors that understand the industry* ». L'assurance n'est pas un secteur comme un autre et il convient *à minima* d'appréhender des notions clés avant d'investir dans un néo-assureur ou un courtier comme le cycle inversé de production, les sous-jacents de sinistralité, l'importance du bilan et les contraintes réglementaires.

Une fois les fondamentaux appréhendés, quels indicateurs peuvent être utilisés durant une *due diligence* approfondie pour apprécier la valeur d'une Assurtech au-delà de la trajectoire du chiffre d'affaires ?

- **Le ratio de sinistres sur primes (S/P).** Nous considérons que cet indicateur est plus pertinent que le ratio combiné puisque les Assurtechs vont avoir dans leurs premières années un *expense ratio* très élevé compte tenu des investissements (IT et marketing) pour financer leur croissance. Le S/P est donc l'indicateur majeur à prendre en compte pour appréhender la qualité du portefeuille de l'entreprise. Il représente le principal levier de rentabilité pour les néo-assureurs. Il est aussi gage de crédibilité pour les néo-courtiers vis-à-vis de leurs assureurs et réassureurs pour continuer à obtenir des capacités et éviter des majorations tarifaires excessives.
- **Les fonds propres.** Les investisseurs dans les entreprises technologiques recherchent souvent des startups qui consomment peu de capital. Dans le cas des néo-assureurs, cet aspect est à regarder avec attention. En effet, en assurance si la structure du capital est « légère », cela veut dire que l'entreprise transfère une grosse part de son portefeuille à un ou plusieurs réassureurs. À moyen voire long terme, cela donne au réassureur un important pouvoir dans sa relation avec une Assurtech. Si le S/P du portefeuille n'est pas bon, si le réassureur veut donc se désengager et que l'Assurtech n'a pas suffisamment de capital pour porter les risques transférés, alors cette dernière ne sera pas solvable. Par extension, une analyse des traités de réassurance doit être réalisée pour bien appréhender cet aspect.
- **La dynamique de marché et le coût d'acquisition client (CAC).** Les différents marchés français sont très souvent matures et saturés dont la croissance est plus tirée par un effet prix que par effet volume. Les investisseurs doivent vraiment challenger les fondateurs sur leur capacité à capter des parts de marché et à quel prix. La dynamique de croissance de la startup est-elle vraiment réaliste par rapport à la dynamique globale ? Le CAC qui représente l'ensemble des dépenses marketing et commerciales pour transformer un prospect en client est donc l'indicateur clé à prendre en compte pour évaluer le coût de cette croissance potentielle et doit être comparé à la moyenne de marché.

- **La valeur client (CLV).** La CLV est une estimation tangible du profit futur généré par un client pendant sa relation contractuelle. C'est un indicateur particulièrement adapté au cycle de revenus récurrents des assureurs. Elle permet d'apprécier le potentiel de la base client et de mesurer la viabilité de la stratégie de rétention de l'Assurtech. Le risque d'un tel indicateur est que chaque entreprise à sa propre méthode de calcul. Il convient de regarder donc de près les principaux sous-jacents comme le taux de multi-équipement et le taux de rétention ou le taux de chute. En effet, les startups ont tendance à communiquer sur un nombre de clients acquis depuis la création de l'entreprise ou sur un nombre de clients et non de contrats. Par ailleurs les profils de clients digitaux ont une tendance plus marquée à changer d'assureurs au cours du temps.
- **La qualité des actifs technologiques.** Il ne s'agit pas ici d'un indicateur quantitatif, mais d'un paramètre important à prendre compte. Il convient en effet d'évaluer si les actifs technologiques sont solides et à même d'accorder un avantage compétitif à l'Assurtech ou si les acteurs traditionnels peuvent répliquer facilement l'innovation. Les critères d'évaluation de cette dimension ont été développés en partie 1.

Si les fonds souhaitent désormais mener des *due diligences* approfondies au moment des tours de table, ce sont ces critères sur lesquels challenger l'équipe fondatrice et qu'ils doivent analyser puis intégrer dans leurs modèles de valorisation. Par ailleurs, si les entrepreneurs sont capables de répondre de manière approfondie aux questions sur ces indicateurs, alors les investisseurs pourront nettement valoriser la qualité de l'équipe qui était leur critère n°1 dans la décision d'investissement.

Face à la baisse sensible de leur valeur, certaines Assurtechs doivent renoncer à de nouvelles levées de fonds qui acteraient effectivement la dévaluation des entreprises ou pis n'arrivent plus à attirer des investisseurs. Cette nouvelle donne les oblige donc à trouver des leviers pour assurer leur pérennité. Dans cette optique, il semble nécessaire de pivoter d'un modèle uniquement focalisé sur la croissance vers un paradigme de croissance rentable dans lequel la maîtrise des fondamentaux techniques du métier est centrale.

## **2.2. Les Assurtechs *retailers* font face au défi de la croissance rentable : maîtriser les fondamentaux métiers assurantiels et prolonger leur dynamique de croissance**

Soumis à de vastes débats autour de leur avenir, l'analyse se concentrera ici sur le segment des Assurtechs B2C qui ont attiré une part significative des levées de fonds de l'écosystème. Nous analyserons dans cette partie les différents leviers du compte de résultats pour allier croissance

et rentabilité. Nous défendrons la thèse qu'il ne faut pas sacrifier les points forts des Assurtechs et que la valeur se situe plutôt dans un nécessaire pivot du modèle de distribution et d'un focus renforcé sur la qualité de gestion de sinistres et de souscription.

### 2.2.1. Les Assurtechs ne doivent pas sacrifier leurs actifs : continuer à investir sur la marque tout en maintenant l'avance technologique

La facilité pour les investisseurs et les entrepreneurs consisterait à fermer les vannes des dépenses en marketing et publicité et les investissements pour réaliser des économies immédiates. Or ces deux aspects sont les points forts des Assurtechs. La période actuelle invite évidemment à une plus grande retenue dans les investissements, à faire des choix ciblés (ex. prioriser les canaux qui minimisent les coûts d'acquisition), mais notre conviction est qu'il serait préjudiciable de détériorer ces actifs.

En effet, le marketing de la marque a souvent été dévalorisé par les acteurs historiques du secteur. Le phénomène est amplifié par la stabilité du marché essentiellement affinitaire (mutuelles) et fortement intermédié. Cela se traduit par des marques d'assurance qui ont une résonance relativement modérée auprès du grand public. En France la notoriété spontanée des marques d'assurance, à savoir la capacité d'une personne à citer spontanément une compagnie d'assurance, vont selon les différentes études<sup>72</sup> de 10 % à 50 % pour les 6 leaders du marché (Axa, Maaf, Maif, Matmut, Allianz, Crédit Agricole). À titre de comparaison, la notoriété spontanée des leaders du secteur de l'automobile ou de l'habillement sportif oscille autour de 90 %. La rente de situation des acteurs traditionnels se retrouve quelque peu perturbée avec la montée des recherches sur internet. Les différentes études de place (CSA, Kantar) mettent en avant une dégradation de notoriété encore plus importante auprès de la tranche des 15-34 ans.

La mise en arrêt des dépenses marketing pourrait avoir un effet contreproductif pour les Assurtechs, car elles perdraient cette notoriété grandissante dont elles jouissent aujourd'hui via l'exposition digitale. Ne l'oublions pas, la probabilité pour un jeune (18-35 ans) d'être exposé à une Assurtech lors de son parcours *online* est extrêmement élevée notamment grâce aux comparateurs. Cette notoriété acquise peut être un actif à valoriser lors d'un rachat (ex. rachat de Luko par Admiral en 2023 intègre bien évidemment cet aspect), mais c'est aussi un facteur de décision pour la distribution intermédiée. Dans les mêmes conditions tarifaires et de niveau de couverture, un courtier préférera certainement pousser un assureur connu et apprécié du grand public comparativement à un acteur inconnu.

---

<sup>72</sup> Extrait Étude Kantar 2023 pour Allianz

Par ailleurs, un des grands enseignements des *Big Tech* réside dans le coût croissant de la technologie qui apparaît comme une règle. Pour nous projeter, prenons les investissements en R&D de Google qui ont progressé de 25 % entre 2021 et 2022 pour atteindre 40 Md\$ alors qu'en 2015 ils étaient de 12 Md\$. À une moindre échelle, plus locale, Doctolib annonçait en 2022, investir près de 300 M€ dans le développement de nouvelles fonctionnalités alors que l'entreprise est le leader incontesté dans son secteur. S'il serait hasardeux de comparer les Assurtechs aux géants de la Tech américaine, il n'en demeure pas moins que les investisseurs doivent garder quelques repères clés :

- **Le legacy.** Les Assurtechs comme d'autres startups ont déjà une dette technique. Contraintes par le temps et les adaptations à l'environnement de marché, elles ont tendance à prendre des raccourcis d'architecture fonctionnelle et technique pour assurer un *time-to-market* acceptable. De fait, elles construisent et déconstruisent mécaniquement en permanence.
- **L'obsolescence.** L'écosystème IT impose une pression permanente, si bien qu'un actif clé développé un jour devient obsolète le lendemain parce que la communauté *open source* aura rattrapé son retard.
- **Les investissements réglementaires.** La spirale réglementaire est inflationniste et les développements IT sont nécessaires : RGPD, parcours de réclamation en ligne (décembre 2021), résiliation en 3 clics (juillet 2023), règlement DORA (janvier 2025), et projets de directives européennes autour du *Data Act* et de l'*open insurance*.
- **Les coûts de run.** Plus on développe d'actifs technologiques, plus les coûts de maintenance se multiplient (environ 10 % de coût de *run* pour chaque application) et sont cumulatifs.
- **Les talents.** Le marché des ressources humaines de développement est extrêmement tendu et de plus en plus onéreux. Les taux journaliers moyen oscillent entre 800 € et 1200 € pour un indépendant (niveau développeur senior / architecte applicatif).
- **Le risque de dépendance.** Les Assurtechs font souvent face à un risque opérationnel élevé en centralisant les connaissances IT sur quelques ressources humaines clés. Le coût de la dépendance est lui aussi inflationniste et un départ d'une ressource IT clé peut entraîner des conséquences financières lourdes.

Il serait ainsi hasardeux pour un investisseur de long terme de demander à une Assurtech d'arrêter d'investir dans sa technologie. Il risquerait en effet de radicalement réduire la valorisation de cette dimension en envoyant un signal négatif et à contre-courant du marché.

Nous pensons que la recherche de rentabilité doit se concentrer sur les fondamentaux assurantiels : la stratégie de distribution et l'excellence opérationnelle en matière de pilotage de portefeuille et de gestion de sinistre.

### 2.2.2. Les modèles de distribution doivent évoluer du 100 % digital au multi-accès

#### **Un marché digital très restreint avec une croissance plus linéaire qu'exponentielle, l'exemple de la MRH.**

Si les Assurtechs *retailers* sont positionnées sur une tendance digitale de fond, il n'en demeure pas moins que le principe d'une scale-up ou d'une startup reste de croître vite. Qu'en est-il du potentiel de croissance de ce marché ? Le marché de l'assurance habitation représente 5,9 M d'affaires nouvelles (AN) en 2022<sup>73</sup> pour un stock de contrats de 45,4 M. La distribution directe représente 1,6 % de ce stock en 2022, soit 727 K contrats. Ce canal progresse de manière dynamique avec un taux de croissance de +12,8 % entre 2021 et 2022. Cependant, il apparaît complexe, voire impossible, pour les Assurtechs de croître durablement plus vite que de raison sur le canal internet du fait de contraintes mécaniques limitant le volume d'opportunités :

- Le principal levier de la distribution en ligne est celui des comparateurs. Or la part de marché de ces derniers est relativement stable au cours des dix dernières années avec 5 % à 10 % d'AN<sup>74</sup>. Les comparateurs étant déjà excellents en stratégie en SEO et en SEA, nous n'identifions pas de nouveaux leviers qui expliqueraient une croissance immédiate et forte du volume d'affaires nouvelles. Avec une hypothèse moyenne de 7 % des AN, on estime à 410 K leur nombre provenant des comparateurs.
- Le second levier est celui de la recherche en ligne qui n'est pas extensible à l'infini. On parle ici simplement de l'appétence des Français à effectuer des recherches sur internet pour leurs besoins d'assurance. Une analyse des recherches d'assurance habitation en ligne confirme un volume annuel d'environ 15M de requêtes pour un total de 58 K mots clés<sup>75</sup>. Le taux de conversion (CVR), *id est* la concrétisation d'une action de recherche en *lead*, gravite autour de 5,1 %<sup>76</sup>. Cela se traduit par un volume de 750 K *leads* avec un taux de transformation de marché d'environ 10 %, soit 75 K AN provenant de ce canal.

---

<sup>73</sup> France Assureurs, L'assurance habitation en 2022, août 2023

<sup>74</sup> Source : Optimind Winter

<sup>75</sup> Analyse menée à l'aide de l'outil Semrush, outil marketing de référence dans l'analyse des mots clés, septembre 2023

<sup>76</sup> WordStream, Rapport 2023 Ads Benchmark by Industry

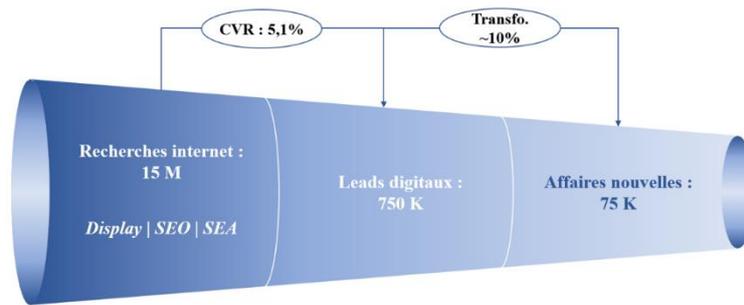


Illustration 23 - Estimation de la production digitale d'assurance habitation

En outre, les Assurtechs souffrent de l'hyper concentration du trafic internet vers certains assureurs traditionnels et comparateurs. On constate ainsi en 2023 que 10 acteurs monopolisent entre 90 % et 95 % du trafic sur la MRH<sup>77</sup>. La MAAF capte près de 25 % du total, le Lynx 20 %, Axa et Direct Assurance 17 % devant les Furets et la Matmut avec environ 10 %. Le trafic tombe ensuite à moins de 5 % pour la MAIF, la MACIF, Allianz et Groupama. Concernant l'évolution du trafic internet, on projetera de manière prudente une croissance linéaire. En effet, l'analyse de l'évolution des requêtes « assurance habitation » entre 2013 et 2023 montre une croissance linéaire sur la période (+50 %) sans explosion du volume de recherches. En projetant cette tendance à 10 ans, il y aurait environ 100K AN issues du *search* en 2033, toutes choses égales par ailleurs concernant les hypothèses de transformation.

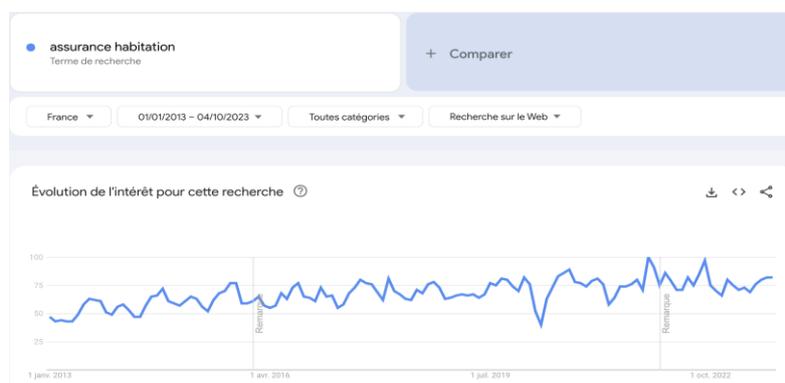
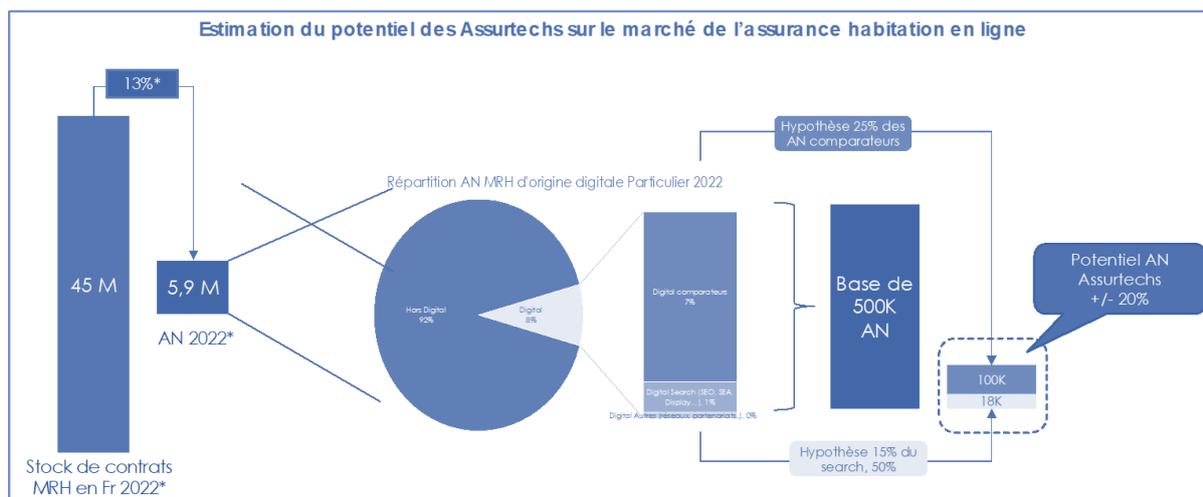


Illustration 24 - Extraction Google Trends sur les requêtes “Assurance habitation”

*In fine*, le marché de la distribution directe en ligne connaîtrait donc une très faible croissance à moyen terme et nous n'identifions pas de signal d'accélération. Il ne semble pas rationnel pour des investisseurs de miser sur un phénomène d'hyper croissance sur ce marché. Le volume d'activité projeté des Assurtechs sur ce segment serait d'environ 120K AN par an à condition d'investissement marketing identiques, avec comme hypothèses :

<sup>77</sup> Source : Semrush, analyse menée en septembre 2023

- 8 % des AN en 2022 issues du canal digital, soit 500 K nouveaux contrats / an.
- 25 % des AN issues des comparateurs attribuées aux Assurtechs (forte présence sur les comparateurs MRH grâce à un positionnement tarifaire agressif). ➔ ~100K AN
- 15% des AN issues du *search* attribuées aux Assurtechs (forte expertise en marketing digitale, notamment en SEA). ➔ ~11K AN
- 50% des AN issues d'autres sources comme les réseaux sociaux et les partenariats attribuées aux Assurtechs (positionnement de contenu dynamique). ➔ ~7K AN



Au regard de cette projection, il semble improbable qu'un nombre conséquent d'Assurtechs *pure player* internet puisse survivre sur un marché si restreint avec des caractéristiques complexes : une surreprésentation des 18-35 ans, un taux d'attrition élevé et des coûts d'acquisition prohibitifs (30 € à 35 € par *lead*, 75 € à 150 € par contrat). Perdurer sur ce segment est difficile sans avoir une taille critique ou être rentable. Il est donc nécessaire pour ces acteurs de repenser leur stratégie de développement et de distribution. Dans le cas inverse, il ne serait pas surprenant d'assister à un mouvement de concentration ou à des opérations de rachat comme celle de Luko...

### **Le multi-accès s'impose en B2C comme le modèle de distribution gagnant.**

Si les Français souscrivent *offline*, la phase de recherche d'assurance s'effectue de plus en plus significativement en ligne. Le groupement des comparateurs en assurance et banque (GCAB)<sup>78</sup> comptait près de 4 M de formulaires automobiles remplis en 2022. À titre de comparaison, France Assureurs<sup>79</sup> estime le nombre d'affaires nouvelles automobile à 6,4 M en 2022. Ce phénomène du ROPO, décrit en première partie, se traduit par la place croissante prise par les

<sup>78</sup> GCAB, Assurances Auto – Le baromètre 2022 des Comparateurs

<sup>79</sup> France Assureurs, L'assurance automobile des particuliers en 2022, juillet 2023

*leads* digitaux en matière de conquête commerciale. Déjà en 2018 Alexandre Du Garreau, directeur de la Distribution d'Allianz France, revendiquait dans l'Argus de l'Assurance, près de 172 000 *leads* redirigés vers les agents généraux dans une logique de multi-accès. En janvier 2023, Rémi Gauttier, Président de l'union professionnelle des agents généraux Axa, affirmait dans le même média que plus de 20 % de la production Auto et MRH provenaient du digital. Par ailleurs, le GCAB montre que le taux de conversion est fortement augmenté lorsqu'un contact téléphonique est possible. La réactivité est également essentielle avec 53 % des besoins devant se traiter le jour J ou à J+1 (cf. illustration 24).

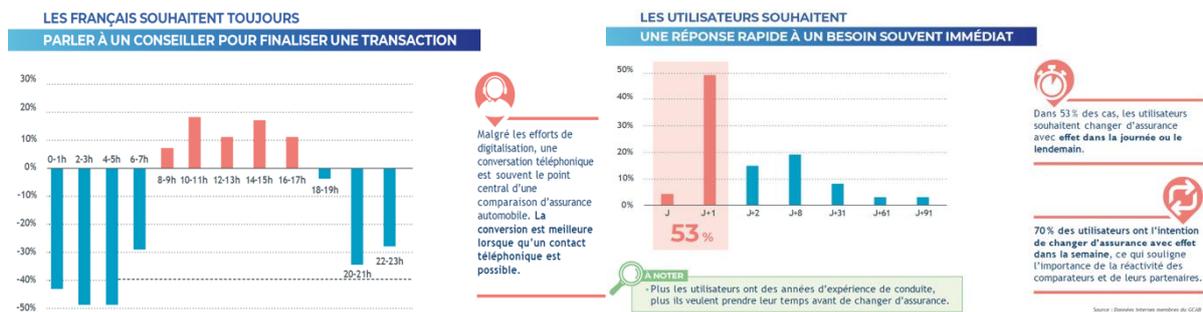


Illustration 25 - Attentes des Français en matière de parcours d'achat automobile<sup>80</sup>

### Le courtage constitue un relais de croissance potentiel pour les Assurtechs *retailers*.

Nous l'avons vu, le modèle *pure player* digital condamnerait les Assurtechs. Par ailleurs, la constitution de plateformes téléphoniques peut s'avérer longue et onéreuse. Dès lors, la réalisation de partenariats avec des réseaux de distribution semble nécessaire pour répondre aux exigences de croissance rentables des fonds d'investissement.

Les réseaux d'agents généraux et salariés des compagnies traditionnelles ne représentent pas d'opportunité. A contrario, les courtiers semblent être des partenaires potentiels idoines pour les Assurtechs. En effet, le courtage de proximité est encore faiblement digitalisé alors que les contraintes règlementaires sont de plus en plus fortes (ex. KYC, RGPD, DDA). Par ailleurs, les investissements des assureurs traditionnels au cours des 10 dernières années se sont surtout focalisés sur la digitalisation des outils de vente de leurs réseaux captifs plutôt que sur celle des portails mis à disposition de leurs réseaux de courtiers. Or dans un contexte contraint, il est essentiel pour les courtiers et leurs équipes de gagner en productivité commerciale avec des outils de souscription et de gestion intuitifs et totalement digitalisés (interface sécurisée, signature électronique, préenregistrement digital des sinistres, gestion documentaire). Les Assurtechs semblent être parfaitement positionnées pour répondre à ces besoins et booster leur

<sup>80</sup> GCAB, Assurances Auto – Le baromètre 2022 des Comparateurs

croissance en valorisant leurs actifs digitaux (produits, plateformes de souscription et de gestion) modernes et agiles et en adoptant un positionnement plus hybride en distribution directe et modèle de grossiste. C'est la stratégie que Wefox a adoptée dès sa création avec un succès commercial certain (chiffre d'affaires<sup>81</sup> de 587 M€ en 2022). Certaines Assurtechs reprennent ce modèle et ciblent les courtiers de proximité (environ 10 500 cabinets en France), dont 89 % sont des TPE de moins de 11 salariés<sup>82</sup>. La promesse faite aux courtiers est presque systématiquement la même :

- une variété de produits accessibles en une seule plateforme ;
- des tarifs plutôt agressifs (héritage d'une conception issue du *online*) ;
- des plateformes de souscription, de gestion, intuitives et 100 % digitalisées ;
- des commissions attractives et flexibles ;
- des produits sur-mesure pour des marchés sur-mesure ;
- des produits éprouvés sur le marché.

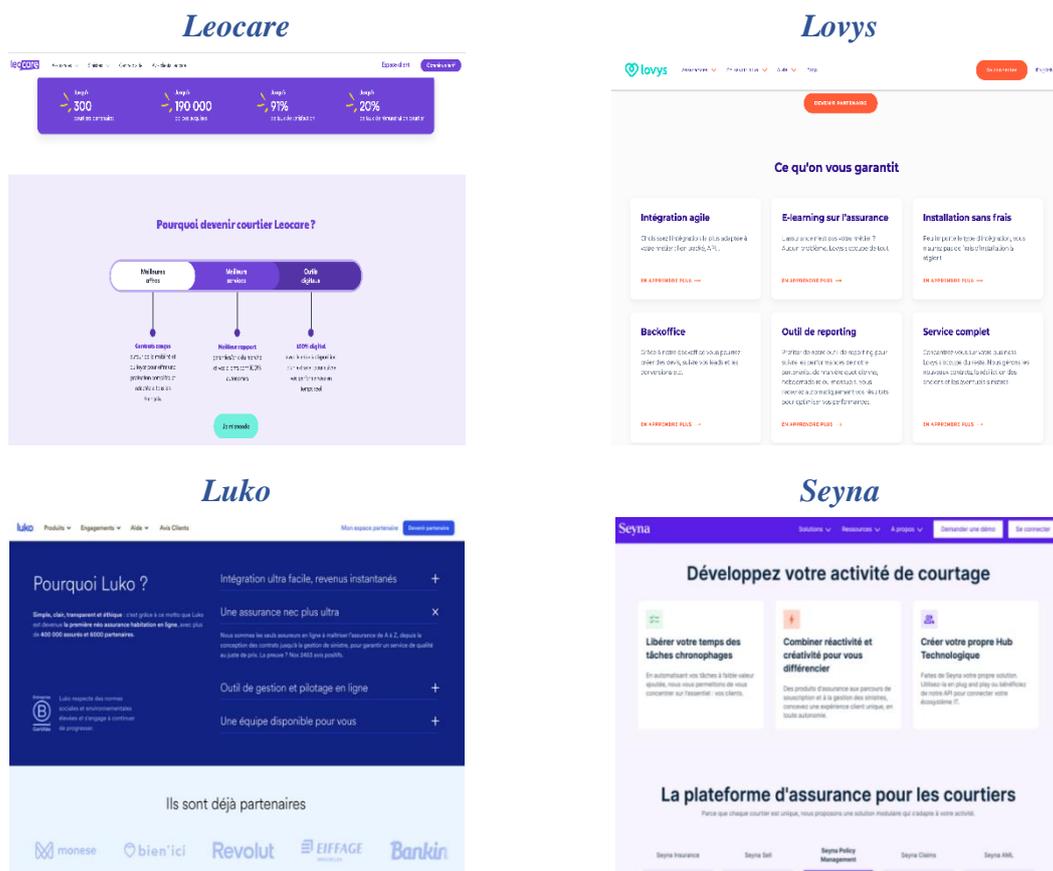


Illustration 26 - Exemples de promesses pour les partenaires courtiers des Assurtechs

<sup>81</sup> Rapport annuel 2022 de Wefox (chiffres d'affaires groupe mixant les primes d'assurances et les commissions)

<sup>82</sup> Source : Planète CSCA 2022

Du point de vue de l'offre, certains acteurs se positionnent de façon nette comme Seyna et Acheel. Ralph Ruimy (CEO d'Acheel) mettait en avant en mars 2023 une vingtaine de partenariats avec des courtiers grossistes ou MGA lui permettant de couvrir des risques très spécifiques comme le cyber, la MRI et depuis peu l'emprunteur avec Digital Insure.

Dernier levier possible de distribution pour les Assurtechs : le monde bancaire. L'année 2023 a été marquée par l'annonce de deux partenariats qui nous amènent à réfléchir à un potentiel canal de valeur. L'assureur belge Qover a été sélectionné par la néo-banque Qonto pour adosser une assurance voyage à son offre bancaire premium. Il s'agit d'un portefeuille d'environ 350K clients exposés via ce canal. Enfin, comment ne pas évoquer Lemonade, aux performances commerciales plus que limitées en France avec 2 M€ de GWP<sup>83</sup> après deux exercices ? L'Assurtech a annoncé un partenariat avec BNP Paribas Cardif pour viser des dizaines de milliers de contrats par an, le bancassureur précisant tout de même sur son site qu'il se réservait le droit de proposer à ses partenaires cette offre 100 % digitale, donc un modèle B2B2C.

Si la stratégie de distribution est clef pour accélérer leur dynamique de croissance, les Assurtechs doivent aussi se concentrer sur les dimensions techniques du métier.

### 2.2.3. Il est indispensable de réaliser un effort sur la gestion de sinistres et la rentabilité des portefeuilles

#### **L'amélioration du service client comme priorité majeure pour les Assurtechs *retailers*.**

Elles atteignent un haut niveau de satisfaction à la souscription, mais au niveau de la gestion de la vie du contrat et de l'indemnisation les difficultés se multiplient. Parmi les principaux griefs énoncés à l'encontre des services clients, nous retiendrons : la disponibilité, les délais de traitement, le manque d'expérience ou de technicité ou encore le manque d'intégration dans l'écosystème (ex. Friday a décidé, à cette date, de ne pas adhérer à la convention IRSI). Pour avoir une vision claire de la performance de la satisfaction client, nous conduisons l'analyse du NSAT<sup>84</sup> inspirée par Microsoft et qui consiste à soustraire les détracteurs (1 à 3 étoiles), des promoteurs (les 5 étoiles). Cette méthode permet de gommer le biais de l'hyper représentation des avis favorables à la souscription en assurance par rapport aux actes de gestion dans une industrie de faible fréquence des interactions. Cette analyse met en avant un taux de détracteur élevé pour les Assurtechs entre 13 % et 23 % qui n'est pas compensé par un taux de promoteurs suffisamment élevé. Friday représente un *outlier* dans cette analyse.

---

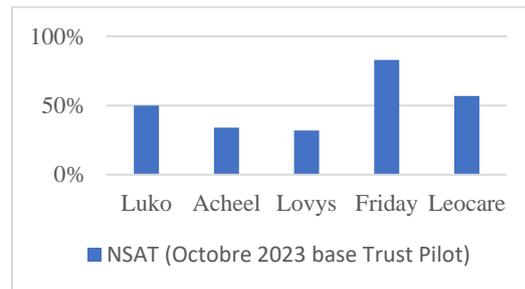
<sup>83</sup> Lemonade Insurance N.V, Solvency and Financial Condition Report 2022

<sup>84</sup> Net Satisfaction Score

## Notation 5 étoiles des Assurtechs

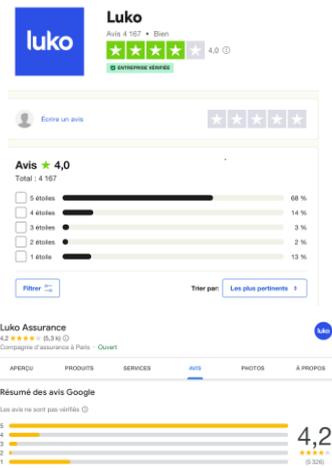
Avis Oct. 23 TrustPilot	Luko	Acheel	Lovys	Friday	Leocare
5 étoiles	68%	60%	59%	89%	74%
4 étoiles	14%	14%	14%	5%	9%
3 étoiles	3%	5%	2%	2%	1%
2 étoiles	2%	2%	2%	1%	1%
1 étoile	13%	19%	23%	3%	15%

## NSAT

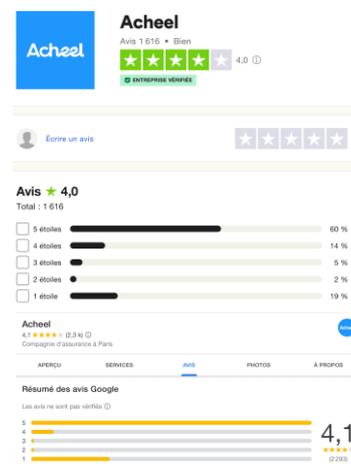


## Analyse NSAT des avis clients des principales Assurtechs B2C<sup>85</sup>

### Luko



### Acheel



## Illustration 27 - Notation 5 étoiles (Trustpilot) et avis Google de Luko et d'Acheel

Pourquoi améliorer la satisfaction pour des Assurtechs *retailers* est-elle nécessaire ? Si on se place du côté de la distribution directe, la capacité à satisfaire les clients aura un effet direct sur la recommandation et sur la durée de vie du client en portefeuille donc *in fine* sur la rentabilité. Du côté de la distribution intermédiée, la qualité de service est ici un présupposé. Il est tout simplement inconcevable de s'imaginer qu'un courtier risque sa réputation auprès de sa clientèle. La capacité à faire évoluer le *distribution mix* passera par un haut niveau de *monitoring* des indicateurs de satisfaction. Pour les Assurtechs se pose alors une question fondamentale sur le modèle d'excellence opérationnelle de gestion à mettre en œuvre. Trois modèles s'affronteront : externalisation auprès de délégués de gestion, internalisation des opérations, hybridation. À ce stade dans le domaine IARD nous doutons de la capacité d'une Assurtech à constituer une équipe interne de gestion de sinistres dans des délais raisonnables pour des raisons financières et de délais de recrutement (secteur marqué par la cooptation). Le

<sup>85</sup> Analyse réalisée en s'appuyant sur les données Trustpilot, octobre 2023

modèle externalisé hybride gardera une prédominance forte sur ce secteur avec des sinistres de fréquence externalisés et dans les meilleurs des cas une équipe interne pour gérer les graves.

### **Constituer un stock rentable plus par la qualité de souscription que par l'effet prix.**

Le marché français de l'assurance du particulier présente une particularité de taille pour les investisseurs : il existe un écart entre la tarification commerciale proposée à la souscription et la tarification technique. Cette dernière représente la meilleure estimation de la prime que chaque assuré devrait payer pour couvrir les coûts liés à sa police tout en dégagant le profit attendu par l'assureur. L'équation consiste donc à combiner un tarif commercial attractif pour assurer un bon référencement sur les comparateurs et en même temps à rester proche du tarif technique pour éviter un rattrapage trop brutal au fil du temps au travers de majorations. Si cet effet est commun à tous les assureurs, le choc pour les Assurtechs est amplifié par :

- des coûts d'acquisition élevés sur le canal digital (entre 75 € et 150 € pour une AN) et une faible longévité des contrats qui forcent une revalorisation brutale et non linéaire dès la première année sur des clients fortement sensibles au prix (population jeune) ;
- un portefeuille essentiellement mono-équipé qui ne permet pas d'atténuer linéairement le choc de revalorisation en fonction de la valeur actuelle du client ;
- l'absence de stock passé rentable ou très rentable finançant dans le temps l'entrée en portefeuille de nouvelles polices coûteuses ;
- l'absence de recul statistique notamment sur la sinistralité limitant les actions ciblées de revalorisation technique du portefeuille.

Ainsi, la constitution d'un stock de qualité pour les Assurtechs passera probablement par l'amélioration de la qualité technique des contrats. On parle ici de leviers techniques classiques de construction de contrat : étendu des risques couverts, montants des franchises, montants et politique d'indemnisation, services inclus au contrat, etc. Pour ce faire, les Assurtechs doivent comprendre quelle est l'élasticité de la demande face à la diminution de la qualité de protection de l'assuré dans un contexte où la prime et la simplicité de souscription sont des éléments clés de satisfaction. Enfin et même si ce volet semble prématuré à étudier à ce stade, les Assurtechs sont fortement réassurées par décision de l'ACPR dans le cadre de la délivrance des agréments. Par effet de capillarité plus la qualité du stock est incertaine, plus la part de réassurance est élevée plus les coûts de réassurance sont élevés. Mettre l'accent sur la souscription et le pilotage technique des portefeuilles constitue un levier clé pour les Assurtechs avec un impact sur le *loss* et aussi l'*expense ratio*.

### **2.3. Malgré la complexité du secteur, des poches de valeur et d'innovations existent pour les investisseurs et les entrepreneurs**

Si les marchés matures sont difficilement attaquables par des nouveaux entrants à cause de l'intensité concurrentielle, des faibles marges et d'une croissance limitée de la demande, il existe certains segments attractifs et présentant un potentiel de création de valeur pour les Assurtechs. Nous étudierons ici les opportunités offertes par des risques en forte croissance, par des marchés de niche avec de moindres barrières à l'entrée et sur la pertinence du modèle de prestataire technologique.

#### 2.3.1. Les Assurtechs peuvent mettre en marché des produits innovants pour couvrir des risques en forte croissance

Le cyber et le dérèglement climatique trustent les premières places des cartographies prospectives des risques<sup>86</sup> réalisées par France Assureurs depuis 2018. Selon une étude Elabe, 83 % des Français estiment que les assureurs ont un rôle essentiel à jouer contre la cybercriminalité et 92 % pour les catastrophes naturelles<sup>87</sup>. Selon cette même étude, 80 % des sondés font le choix de la couverture du risque, même lorsqu'ils le perçoivent peu probable. Cette demande croissante de protection représente une opportunité pour les Assurtechs.

#### **Les TPE et PME face au risque cyber : une poche de valeur pour les Assurtechs**

Analysons d'abord le cas de la protection des entreprises contre le risque cyber. La cyberassurance est en pleine émergence en France avec une croissance de +375% sur les cinq dernières années selon France Assureurs (cf. illustration 28). Par ailleurs, l'AMRAE évalue le taux de couverture des TPE et PME à 0,2 % en 2021 contre 84 % pour les grandes entreprises<sup>88</sup>. Dans le même temps, le cabinet de conseil Asterès estime à 347K le nombre de cyberattaques réussies sur des entreprises françaises en 2022, dont 95 % contre des PME<sup>89</sup>.

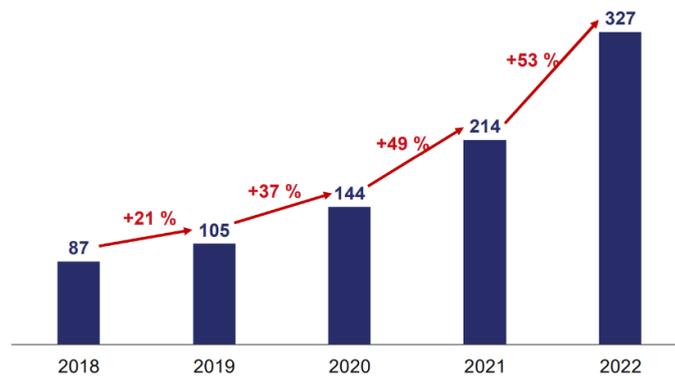
---

<sup>86</sup> France Assureurs, Cartographie prospective 2023 des risques de la profession de l'assurance et de la réassurance, janvier 2023

<sup>87</sup> Étude Elabe pour France Assureurs, Les Français, la montée des risques et l'assurabilité, mars 2023

<sup>88</sup> AMRAE, Rapport LUCY (Lumière sur la cyberassurance) en 2021, juin 2022

<sup>89</sup> Asterès, Les cyberattaques réussies en France : un coût de 2 Mds€ en 2022, juin 2023



*Illustration 28 - Cotisations en assurance cyber en France<sup>90</sup> (GWP en M€)*

Il existe donc une réelle opportunité de marché pour des investisseurs et des Assurtechs. En effet, l'intense sinistralité des années 2020 et 2021 sur les ETI et les grandes entreprises a généré une certaine frilosité de la part des assureurs. Par ailleurs, l'absence d'historique de données constitue une barrière à l'entrée de moins pour de nouveaux entrants et favorise des produits innovants. Enfin, l'assurance cyber est un produit facilement « exportable » dans d'autres pays, les entreprises présentant les mêmes besoins face à une cyberattaque. C'est dans cette brèche que se sont engagées Dattak et Stoïk avec une proposition de valeur similaire :

- Typologie : courtier grossiste.
- Clientèle cible : les TPE et PME.
- Offre : une solution combinant prévention, assurance (RC, PE) et assistance.
- Souscription : un scan et un audit cybersécurité sont réalisés pour évaluer les risques.

Il existe deux facteurs clés principaux pour se développer durablement sur ce marché. En premier lieu, la qualité de souscription. En effet, l'enjeu pour les courtiers grossistes consiste à apporter de la capacité sur le marché alors que les assureurs et réassureurs sont très prudents à ce stade. La maîtrise des enjeux de souscription et la qualité du portefeuille sont donc les gages de crédibilité pour les Assurtechs sur ce segment. Dattak et Stoïk ont très rapidement recruté des collaborateurs avec une forte expertise en cybersécurité. Par exemple, la responsable de la souscription de Dattak a un parcours chez Wavestone en cybersécurité puis chez Scor en souscription. Par ailleurs, selon NTT Data<sup>91</sup>, l'analyse dynamique des risques est indéniablement l'outil qui permettra d'évaluer la robustesse des systèmes informatiques des entreprises et donc d'appréhender les risques cyber. Les Assurtechs sont à même d'apporter de la valeur dans ce domaine avec des solutions analytiques et automatiques basées sur les

<sup>90</sup> France Assureurs, Face aux crises, les assureurs agissent pour une société plus résiliente, mars 2023

<sup>91</sup> NTT Data, Insurtech Global Outlook 2023

données. La relation avec les intermédiaires représente le deuxième facteur clé de succès sur ce marché. En effet, le marché de l'assurance IARD des Entreprises est largement dominé par les courtiers. La distribution intermédiée est donc un prérequis. La cyberassurance étant encore très récente, les courtiers ont besoin d'un accompagnement important pour maîtriser le produit et pouvoir le proposer à leur client sereinement. En effet, un distributeur qui ne maîtrise pas totalement son produit, ne le propose pas systématiquement à ses clients d'autant plus quand il s'agit d'un produit de multi-équipement comme le cyber. À titre d'exemple, selon Munich Re<sup>92</sup> à peine un dirigeant sur trois s'est vu proposé une assurance cyber par son courtier, illustrant le manque d'acculturation à ce produit. Enfin, la plateforme digitale mise à disposition des forces commerciales est aussi essentielle pour attirer des courtiers qui auront tendance à choisir le grossiste dont l'outil maximise leur productivité commerciale.

La cyberassurance constitue donc une poche de valeur intéressante pour les investisseurs avec deux startups qui semblent démontrer qu'il est possible de réussir. En effet, au-delà de leurs levées de fonds respectives à l'été 2023 dans un contexte compliqué, Dattak et Stoïk ont réussi à augmenter leurs capacités pour cibler les ETI :

- Dattak : jusqu'à 2 M€ de couverture avec Wakam pour couvrir des entreprises réalisant jusqu'à 200 M€ de chiffre d'affaires,
- Stoïk : jusqu'à 5 M€ de couverture avec Tokyo Marine pour couvrir des entreprises réalisant jusqu'à 500 M€ de chiffre d'affaires.

### **Développer de nouvelles approches face au dérèglement climatique, l'exemple de l'assurance paramétrique.**

Les théories de Schumpeter et Christensen, analysées en première partie, placent les innovations de produit au cœur de la création de valeur économique. Alors que les produits sur les marchés de masse n'ont pas vraiment été transformés depuis des années, de nouvelles approches se développent sur d'autres segments. C'est le cas de l'assurance paramétrique face aux risques climatiques. Cette dernière est une approche qui s'appuie sur l'utilisation de paramètres objectivables comme un indice climatique (ex. température, pluviométrie, taux d'humidité). Contrairement à un produit classique qui couvre les pertes réellement causées, l'assurance paramétrique est basée sur un montant forfaitaire et contractuel défini en amont. Dès le dépassement d'un certain seuil fixé à l'avance, une indemnisation est déclenchée automatiquement. L'essor de cette nouvelle approche est fortement corrélé à l'avènement du

---

<sup>92</sup> Munich Re, Global Cyber Risk and Insurance Survey 2022

*big data*. Il n'en demeure pas moins que le prérequis pour ce genre de produits consiste à disposer de données et d'instruments de mesure fiables. Si le paramétrique n'est pas applicable à des risques non objectivables (ex. évaluation de la gravité d'un accident de la route ou évaluation du taux d'invalidité d'une personne), il s'applique parfaitement aux risques climatiques. La création de valeur s'articule autour de trois dimensions :

- **La rapidité.** L'approche paramétrique permet une automatisation quasi complète processus de gestion de sinistre. Il n'est par exemple plus forcément nécessaire de recourir aux experts. Pour les événements naturels, le règlement d'un sinistre qui s'étale en moyenne sur 18 mois, n'est plus qu'une question de jours. Le gain est double : une meilleure maîtrise des coûts et une satisfaction client améliorée.
- **La transparence.** L'utilisation d'indices objectifs limite les risques de recours, de litiges et de fraudes. Par ailleurs, le montant de l'indemnité que percevra l'assuré étant connu à l'avance, il est donc indiscutable. Enfin, le produit permet de limiter le nombre d'exclusions et donc de renforcer la lisibilité du contrat pour l'assuré.
- **La précision.** L'usage de nouvelles technologies (ex. imagerie satellite, internet des objets, capteurs et radars) et des données associées doit permettre de concevoir des modélisations plus performantes que les approches actuarielles classiques. Cette approche permet en outre d'élaborer des offres ultra-personnalisées pour les clients.
- **Le passage à l'échelle.** L'automatisation, la simplicité de la gestion des contrats et l'usage de paramètres très standards confèrent au paramétrique un potentiel fort de développement à l'échelle. Cela constitue un réel point fort dans une logique d'expansion l'internationale avec peu de customisation de l'offre aux spécificités locales.

Quelques Assurtechs ont construit leur proposition de valeur autour du paramétrique mais l'exemple le plus emblématique reste Descartes Underwriting. L'Assurtech s'appuie sur des partenariats d'envergure avec la NASA, l'ESA, ou encore Airbus et sur le recrutement de compétences très pointues (20 PhD en météorologie, physique et mathématiques appliquées) pour construire sa proposition de valeur. En tant que MGA, l'entreprise a réussi à trouver des capacités auprès d'assureurs et réassureurs (200 M\$ par contrat) pour générer plus de 100 M\$ de primes avec plus de 500 courtiers partenaires et couvrir notamment plus de 250 entreprises du Fortune 500 dans 60 pays. L'Assurtech a obtenu récemment un agrément pour opérer en tant que porteur de risques et il sera intéressant dans les prochains mois d'analyser son rapport SFCR pour appréhender la qualité du portefeuille qui est en cours de développement.

L'assurance paramétrique semble donc être un sillon à exploiter avec une certaine appétence des clients, notamment concernant les risques climatiques. Au-delà de ces derniers, certains cas d'usage existent comme l'assurance annulation et des entrepreneurs pourraient aussi explorer cette approche sur d'autres risques comme l'assurance transport ou les risques d'interruption d'activité liés aux problématiques logistiques et informatiques. Nous pourrions même imaginer qu'en cas d'accès aux données des véhicules, cette approche se développe en assurance automobile pour son volet dommages. Il faut encore ajouter que le développement de telles approches doit toujours s'effectuer en tenant compte des fondamentaux assurantiels comme le respect du principe indemnitaire inscrit au code des assurances. L'approche paramétrique prévoit en effet le versement d'une indemnité dont le montant est fixé au préalable par le contrat. Dans ces conditions, il existe un risque que le montant de l'indemnisation soit supérieur à la perte réelle de l'assuré et ainsi contrevenir à ce principe.

Au-delà des segments d'assurance émergents, les marchés de niche plus matures représentent aussi une poche de valeur intéressante.

### 2.3.2. Les niches peu exploitées par les assureurs traditionnels représentent une opportunité pour les Assurtechs

Il existe de nombreux marchés de niches et de spécialités au sein du secteur assurantiel : assurance chiens/chats, garanties immobilières, assurances affinitaires, assurance-crédit, protection juridique, assurance agricole, assurance transport, assurance d'objets d'art... Tous ne représentent pas une poche de valeur pour de nouveaux entrants étant donné la structure du marché. C'est notamment le cas de la protection juridique ou de la GAV qui sont des produits de complément souvent vendus en *cross-selling*. Néanmoins, certaines niches présentent toutes les caractéristiques pour être attaquées par des nouveaux entrants :

- **La taille.** De nombreux marchés ont une taille suffisamment importante pour se développer et en même temps elles sont encore trop petites pour susciter un intérêt prononcé des acteurs traditionnels dont les forces de vente sont utilisées sur les marchés de masse.
- **De faible taux d'équipement.** Certains segments laissent entrevoir des potentiels de croissance intéressants. Le taux d'équipement en assurance chiens / chats n'est ainsi que de 5 % en France contre 25 % au Royaume-Uni ou 80 % en Suède<sup>93</sup>. Pour qu'une niche soit vraiment attractive, les Assurtechs doivent s'assurer qu'il y a bien une demande croissante de protection ou que leur produit sera à même de stimuler la demande.

---

<sup>93</sup> Argus de l'Assurance, Assurance chats et chiens, un marché qui se cherche, février 2023

- **Des faiblesses opérationnelles.** Les marchés de niche n'ont pas vécu les vagues de digitalisation et d'automatisation comme les marchés de masse (ex. Automobile / MRH). Selon Accenture<sup>94</sup>, 71 % des souscripteurs sont confrontés à des inefficacités IT et à des processus manuels. Ce chiffre atteint 76 % sur les lignes de spécialité.

Au-delà du potentiel de ces niches, nous identifions trois grands facteurs clés de succès pour réussir sur de tels marchés. Le premier concerne l'excellence opérationnelle, notamment sur la souscription et la gestion. Ce sont avec des chaînes de production totalement, ou presque, digitalisées et automatisées que les Assurtechs se différencieront des acteurs historiques à court terme sur l'expérience client et à moyen terme sur les coûts. L'absence de *legacy* informatique leur procure en ce sens un fort avantage compétitif. Le modèle de distribution est aussi un facteur important. Ces segments sont souvent intermédiés, les partenariats avec les courtiers sont vitaux pour initier une dynamique de croissance forte. Enfin, la capacité à attirer des savoir-faire pointus est essentielle pour réussir sur de tels segments où de fortes expertises sont requises. Si des startups arrivent à allier ces trois dimensions, elles constitueront des profils très intéressants dans une logique de croissance externe pour des groupes traditionnels de courtage ou d'assurance.

Plusieurs Assurtechs ont investi ces niches. Certaines se sont spécialisées comme les courtiers Dalma, Kozoo et Pety en santé animale, un segment historiquement dominé par SantéVet. L'enjeu pour ces acteurs sera de délivrer une croissance rapide et donc d'accroître le taux d'équipement du marché qui n'a jamais vraiment décollé jusque-là, tout en maîtrisant leurs coûts d'acquisition et de gestion pour espérer financer leur croissance durablement.

Le marché de l'immobilier (garanties de loyers impayés, GLI) attire aussi des startups avec des profils différents. Certaines se positionnent entre l'Assurtech et la PropTech comme Garantme qui s'appuie sur les agences immobilières pour développer son activité de courtage. D'autres ont opté pour un modèle de néo-assureur spécialiste comme Mila, dont le développement est très différent d'autres Assurtechs. Mila distribue dès sa création son produit via des courtiers capables d'expliquer la GLI. Par ailleurs, alors que certaines Assurtechs ont surtout concentré leurs ressources sur le marketing et la vente, Mila met l'accent sur le traitement des sinistres et la gestion pour vite acquérir une excellence opérationnelle. Les recrutements sont notamment ciblés vers des experts en recouvrement, facteur clé de succès sur le produit GLI. Enfin, Mila a rapidement élargi sa gamme de produits avec une offre PNO et une offre MRI<sup>95</sup> pour éviter

---

<sup>94</sup> Accenture & The Institutes, 2021 P&C Underwriting Survey, octobre 2021

<sup>95</sup> PNO : propriétaire non-occupant - MRI : multirisques immeuble

l'écueil des startups mono-produit. Pour quels résultats ? Si l'entreprise est encore trop jeune pour que nous puissions être conclusifs sur son potentiel, force est de constater que les débuts sont prometteurs. Le néo-assureur a acquis plus de 1,9 M€ de primes (dont 83 % en GLI) lors de son premier exercice complet en 2022 et sa croissance en 2023 sera d'au moins +500 %. Le ratio S/P s'établit à 51 %, un niveau raisonnable, et traduit la priorité stratégique mise sur la maîtrise de la gestion<sup>96</sup>. L'analyse du ratio combiné n'est à ce stade pertinente puisque les frais généraux sont très élevés et reflètent les investissements réalisés pour structurer l'entreprise.

Enfin, un dernier modèle a émergé sur les marchés de niche. Il s'agit de Seyna qui conçoit des produits en marque blanche pour des courtiers sur différentes niches : GLI, affinitaire, santé animale et assurance annulation. Seyna est par exemple le concepteur du produit chiens / chats de Dalma et de la GLI de Garantme. L'approche de Seyna se démarque également des startups emblématiques du secteur : distribution exclusivement sous marque blanche, positionnement uniquement des marchés de niches, approche produit diversifiée. Le néo-assureur affiche un GWP de 47 M€ après 4 exercices, en croissance de +154 %. Le S/P brut de réassurance<sup>97</sup> est de 63 % (69 % en net de réassurance). Cela reflète une qualité de souscription relativement bien maîtrisée, notamment dans un *momentum* d'hyper croissance. À l'issue de cet exercice, le ratio solvabilité de la compagnie s'établit à 282 %. Au-delà des aspects financiers, la plateforme technologique composée de 5 modules (conception de produits sur-mesure, optimisation de l'expérience de souscription, gestion des polices, gestion des sinistres et lutte anti-blanchiment) présente des qualités indéniables et un potentiel d'amélioration.

À ce stade de leur développement et sous réserve de valorisations raisonnables au moment de leurs tours de table respectifs, Mila et Seyna sont deux Assurtechs de niches dont le profil pourrait être intéressant dans le cadre d'opérations de rachat par des fonds de *private equity* ou par des acteurs traditionnels.

Le cas de Seyna est également intéressant puisque la scale-up opère un virage vers le modèle *enabler* en proposant des solutions technologiques pour les acteurs traditionnels. Notons aussi qu'Alan a récemment réalisé une restructuration juridique avec la création d'une entité dédiée à la commercialisation de sa plateforme à destination des assureurs santé. Et si le modèle de prestataire technologique était un modèle d'avenir pour l'écosystème Assurtech ?

---

<sup>96</sup> Mila, Rapport sur la Solvabilité et la Situation financière, avril 2023

<sup>97</sup> Seyna, Rapport sur la Solvabilité et la Situation financière

### 2.3.3. Le modèle *enabler* apparaît comme une valeur refuge au sein de l'écosystème

Si notre analyse s'est concentrée sur les difficultés des Assurtechs à concurrencer les acteurs traditionnels sur la distribution des produits d'assurance, elle ne peut pas occulter le chemin bien différent emprunté par les Assurtechs *enablers*. Ces acteurs ont choisi de ne pas entrer en concurrence frontale avec les assureurs et courtiers, mais de se positionner en tant que prestataires de solutions technologiques pour ces derniers. La stratégie poursuivie est ici celle du *blue ocean* théorisée par Chan Kim et Renée Mauborgne<sup>98</sup>, professeurs à l'INSEAD. Cette voie consiste à créer son propre marché plutôt que de pénétrer un marché existant (*red ocean*). Un tel modèle confère trois avantages majeurs aux *enablers* : une faible concurrence, aucune problématique liée à la gestion de l'activité assurantielle (besoin en fonds propre, rentabilité d'un portefeuille...) et enfin la transparence et la simplicité de leur modèle économique pour les investisseurs.

La promesse développée par les *enablers* est celle d'apporter de la technologie pour les assureurs. De ce point de vue, ils ont su développer des points forts indéniables autour des trois dimensions énoncées en première partie : l'expertise, la modularité et le passage à l'échelle.

#### **Des acteurs ultra-experts qui répondent aux défis de productivité des assureurs**

Dans un secteur français marqué par une extrême compétitivité avec près de 668 organismes d'assurance en activité<sup>99</sup>, les marges sont tirées vers le bas. Cette tension sur les marges est exacerbée par les tendances du secteur : hausse de la charge sinistre liée au dérèglement climatique et à l'inflation des coûts de réparation et impact des évolutions réglementaires. Les assureurs traditionnels n'ont ainsi d'autres choix que d'optimiser leurs frais généraux et leur productivité en améliorant drastiquement leurs processus. C'est sur cette dimension de performance opérationnelle que les *enablers* créent de la valeur pour les assureurs en développant des solutions SaaS spécialisées sur un segment de la chaîne de valeur. Citons les acteurs les plus emblématiques de l'écosystème présenté en partie 1.1 :

- Shift Technology qui s'attaque à la fraude estimée à 2,5 Md€ en IARD par l'ALFA pour une détection effective de 360 M€ en 2020 ;
- Akur8 qui promet de décupler la vitesse d'analyse des risques dans la constitution d'un modèle de tarification. Maif, Matmut, Axa ou encore BPCE sont déjà clients ;

---

<sup>98</sup> *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make the Competition Irrelevant*, décembre 2004

<sup>99</sup> ACPR, Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2021, octobre 2022

- Seyna qui se présente comme le futur Guidewire de la souscription en concevant des produits en moyenne « 36 fois plus vite que le reste du marché » ;
- Tractable qui tient la promesse de ne plus recourir à un expert pour décider de réparer ou remplacer un dommage véhicule : estimation en 3 minutes, réduction par 10 du cycle temporel d'un sinistre, 70% des sinistres revus sans l'humain. Covéa est déjà client.

Dans une logique de *make or buy* pour les acteurs historiques, l'enjeu pour les *enablers* consiste à prouver l'excellence de leurs solutions. Pour cela, ils s'appuient sur une main-d'œuvre extrêmement qualifiée dans le traitement de la *data* ou l'usage des nouvelles technologies. Par exemple, Shift comptait plus de 300 *data scientists* en 2021. Ils peuvent s'appuyer aussi sur la force d'entraînement induite mécaniquement par leur modèle : plus ils signent de clients, plus ils améliorent leur excellence technique en collectant des données de marché. Enfin, la mise à disposition des solutions est rapide avec des méthodes agiles de développement informatique et des plateformes SaaS plus simples à connecter aux outils des acteurs traditionnels. De fait, ces derniers n'ont pas les moyens de rattraper leur retard technologique à cause notamment du poids de leur *legacy* et de la dilution des investissements informatiques. Toute velléité d'un acteur traditionnel à vouloir obtenir un même niveau de service durable serait condamnée par une absence de business case interne d'autant plus qu'aucun acteur isolé ne pourrait rivaliser sur la mutualisation des coûts de maintenance de ces solutions.

### **Des acteurs ouverts qui peuvent nouer des partenariats stratégiques de place**

Second facteur de la valeur créée par les Assurtechs *enablers*, celui des partenariats stratégiques avec les acteurs logiciels de la place. On qualifiera ce phénomène de « stratégie de rebond logiciel ». L'objectif consiste à mettre à disposition de l'écosystème assurantiel des fonctionnalités additionnelles via des logiciels déjà utilisés par les assureurs traditionnels. Citons par exemple la solution sinistre de Guidewire, l'outil CRM de Salesforce ou encore la solution prestation de Cegedim. En effet, les architectures hautement modulaires des *enablers* permettent de construire des connecteurs dans une logique d'intégration des places de marché de ces éditeurs. Dans la place de marché de Salesforce, Shift Technology va même jusqu'à afficher un prix de base de 25 € par sinistre analysé. Le stade ultime pour un *enabler* est de s'intégrer à un écosystème régulé par la profession. Shift Technology avec l'Alfa en est la meilleure illustration. L'Assurtech met à disposition ses algorithmes de détection de fraude en réseau. Tractable est aussi un bon exemple avec son interconnexion à Darva. C'est une clé de référencement naturel sans égal permettant d'ancrer la solution avec un statut de leader difficilement contestable.

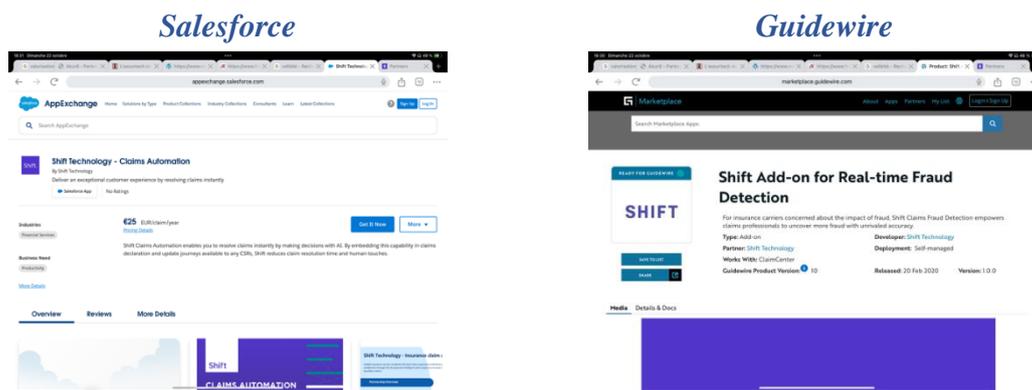


Illustration 29 - Exemples d'intégration de Shift Technology dans deux places de marché

En termes de perspectives, notons que Guidewire Software (7 Md \$ de capitalisation boursière), éditeur de solution de gestion de sinistres, a investi au capital de deux *enablers* : Akur8 en 2023 via un véhicule de BlackFin Capital Partners et Shift Technology lors de sa série D en 2021. Un signe positif concernant la pertinence et la robustesse de leurs propositions de valeur.

### Des acteurs qui développent des solutions rapidement extensibles à l'international

Enfin, d'un point de vue croissance, une fois le produit fiabilisé, les *enablers* jouissent d'une capacité à distribuer largement leurs applications auprès de l'ensemble d'un secteur en passant du national à l'international. La typologie des processus ciblés est en effet très homogène entre acteurs. Il y a ainsi peu de « customisation » logiciel à réaliser et les clients se placent volontiers dans une logique d'*adopter* plutôt que d'*adapter*. La croissance internationale de ces acteurs est ainsi éloquent. Akur8 dispose de bureaux aux États-Unis, en Italie, en Allemagne et au Japon avec plus de 100 clients, dont Tokyo Marine, Helvetia, Munich Re ou Mutua Madrileña. Allphins compte parmi ses clients Arch Re, MS Amlin ou Chaucer. Enfin, Shift est implantée à Boston, Tokyo, Londres, Madrid, Munich, Zurich, Singapour, Toronto, Sao Paulo et Hong-Kong.

Outre les avantages majeurs et les points forts décrits précédemment, elles s'affranchissent par nature d'une myriade de contraintes réglementaires avec un modèle de sociétés technologiques. Ainsi les charges opérationnelles sont bien moins lourdes que pour les autres Assurtechs. Aussi contrairement aux acteurs assurantiels, le capital investi par un investisseur n'est pas dormant, il est utilisé directement et dans sa globalité à la création de valeur. Les Assurtechs *enablers* présentent ainsi toutes les caractéristiques de valeur refuge dans l'écosystème des startups de l'assurance. À titre d'exemple, elles ont mieux résisté au retournement de marché des capitaux comme le montrent l'illustration 19 et les levées de fonds récentes d'Akur8 ou Citalid.

\*\*\*

## Conclusion

En définitive et pour répondre à la problématique soulevée en introduction, toutes les Assurtechs ne sont pas prises en tenaille entre leur recherche de croissance rapide et l'impératif de rentabilité établi par de nombreux investisseurs. Tout dépend du stade de développement de la startup et de sa trésorerie disponible.

Il est indéniable que celles qui n'ont pas démontré la solidité de leur modèle économique et qui ont « brûlé » une grande partie de leur trésorerie, devront rapidement faire des choix radicaux. Il s'agit notamment des néo-assureurs et néo-courtiers sur le marché B2C qui n'ont pas délivré la promesse d'hyper croissance espérée. Ils sont condamnés à faire pivoter leur modèle de distribution en s'ouvrant à l'intermédiation et en réduisant leurs coûts d'exploitation. Sinon ils devront réaliser des opérations de consolidation avec d'autres Assurtechs ou seront absorbés.

Les Assurtechs ayant encore suffisamment de *cash* pour opérer pendant 24 mois ne sont pas nécessairement obligées d'adopter une politique de *stop & go* en cassant leur dynamique de croissance au profit d'un redressement brutal de leurs résultats. Ils doivent pour autant intégrer les notions de qualité technique du portefeuille, de gestion de sinistres et de maîtrise des frais généraux dans leur développement pour converger progressivement vers le seuil de rentabilité. Quelques Assurtechs B2C avec un modèle de distribution hybride comme Leocare et Acheel semblent être dans cette situation. C'est aussi la situation d'Alan dont les 200 M€ de trésorerie représentent un matelas confortable pour établir un plan de moyen terme pour devenir rentable sans « *mettre la boîte au point mort* » comme l'affirme le CEO Jean-Charles Samuelian-Werve<sup>99</sup>. Les startups du segment B2B (ex. Orus, Dattak, Stoik) et *enablers* (ex. Akur8, Korint) qui ont réussi à lever des fonds en 2023, sont également dans cette situation plus favorable. Notons que toutes ces entreprises sont dépendantes de l'horizon de temps fixé par leurs investisseurs pour atteindre le seuil de rentabilité. Enfin, les Assurtechs déjà rentables comme +Simple ou Assurup sur le segment B2B et celles qui sont à un stade d'amorçage ne sont pas concernées par cette problématique.

Si la révolution n'a finalement pas eu lieu, tout n'est pas à jeter au sein de l'écosystème Assurtech malgré un relatif échec économique. Les Assurtechs ont développé des approches marketing et technologiques différenciantes et ont catalysé les innovations sur le marché en poussant les acteurs établis à accélérer la digitalisation de leurs parcours et l'automatisation d'une partie de leur processus de gestion. Que conclure *in fine* de ces dix années d'Assurtech ? Nous tirons quatre grandes conclusions de l'analyse menée.

**Notre première conclusion : une stratégie d'exécution tenant compte des fondamentaux techniques du métier est incontournable.** Il ne peut y avoir de résultats durables dans le secteur de l'assurance sans travail sur l'appréciation des risques souscrits, sur la sinistralité des portefeuilles ou sur la qualité de traitement des sinistres. Le succès des bancassureurs s'explique en partie par leurs investissements immédiats dans l'expertise technique et la gestion des sinistres pour créer des modèles ultra-compétitifs sans rogner sur la qualité de service. À ce titre, nous pensons que les Assurtechs doivent associer et intégrer à leur vision innovante des sachants avec une expérience au sein du secteur pour réussir de manière pérenne. Plusieurs entrepreneurs ne veulent pas par principe recruter de candidats issus du secteur. *A contrario*, il apparaît que les startups qui semblent réussir sont celles qui ont été fondées par des talents issus du secteur ou qui ont vite recruté des compétences assurantielles. Au-delà des talents, cet aspect est aussi essentiel pour les investisseurs afin d'adopter des approches de valorisation raisonnables.

**Notre deuxième conclusion : le modèle d'hyper croissance des startups ne s'applique pas au marché B2C de l'assurance.** La plupart des Assurtechs qui se sont lancées sur le marché de l'assurance automobile ou habitation, n'ont pas réussi à atteindre une taille critique sur le marché comme l'on fait certaines startups emblématiques dans d'autres secteurs d'activité (ex. Spotify, Airbnb, Uber). La singularité de notre secteur (cycle inversé de production, importance de la réglementation prudentielle) et la structure du marché (concurrence forte, marge faible, résilience des distributeurs historiques) sont pour beaucoup dans cet échec. Le modèle des startups qui s'articule autour d'une phase initiale d'hyper croissance pour devenir leader d'un segment puis autour d'une seconde phase d'atteinte de la rentabilité, ne s'applique pas à ce marché B2C de l'assurance. Cette dernière est une industrie de temps long y compris dans la création d'entreprise. La vague des assureurs directs du début des années 2000 en est la parfaite illustration. Rare si ce n'est seul survivant, Direct Assurances dispose d'un portefeuille rentable depuis 5 ans avec un stock d'environ 1,5 M de contrats en 2022, soit 30 ans après sa création. Si créer un acteur de l'assurance B2C n'est pas impossible, il s'agit en revanche d'une aventure de long terme. Un tel chemin est-il compatible avec l'horizon de temps des fonds d'investissement ? Quelles orientations stratégiques appliquer pour développer un tel modèle le plus rapidement possible ? Ces questions pourraient faire l'objet d'un autre mémoire complet !

**Notre troisième conclusion : il existe un réservoir de croissance et d'innovation avec une place pour de nouveaux entrants.** Nous l'avons vu, il existe des poches de valeur sur lesquelles les acteurs historiques ne sont pas idéalement positionnés : marchés de niche, risques cyber, segment B2B des TPE/PME, assurance paramétrique... Ce sont autant d'opportunités

pour les entrepreneurs et investisseurs de construire des startups pérennes. Sur ces poches de valeur, tout l'enjeu pour les nouveaux entrants consiste à apporter un produit réellement innovant par rapport aux offres existantes et de développer un modèle opérationnel suffisamment efficient pour délivrer un niveau important de marge. Les Assurtechs existantes sur ces segments présentent des caractéristiques prometteuses à ce stade de leur développement et leur qualité d'exécution sera le facteur clé de succès dans les prochains mois.

**Notre quatrième conclusion : le modèle *enabler* semble être le plus porteur de valeur.**

Parmi ce réservoir d'innovations, nous pensons que le modèle *enabler* est le plus à même de créer de la valeur pour toutes les parties prenantes : entrepreneurs, investisseurs et assureurs traditionnels. Le modèle de prestataires de services technologiques concentre davantage les startups sur la dimension technologique qu'assurantielle et revêt l'avantage d'avoir un modèle économique simple et lisible pour les investisseurs, celui des plateformes SaaS. Par ailleurs, ce marché est beaucoup moins concurrentiel que la distribution d'assurances qui doit permettre aux Assurtechs de développer une position dominante très rapidement sur leur segment d'activité (ex. Akur8 sur la tarification, Shift sur la fraude). Ces Assurtechs font face à deux enjeux. Le premier consiste à conserver leurs avantages technologiques notamment pour dissuader les assureurs traditionnels de réinternaliser le service. Il sera à ce titre intéressant de voir comment les enablers actuels intégreront les nouvelles technologies comme l'intelligence artificielle générative. Le deuxième concerne leur stratégie de croissance avec deux options possibles : une croissance horizontale avec le développement d'outils sur d'autres segments de la chaîne de valeur ou une stratégie de croissance verticale avec l'intégration de nouveaux métiers. L'écueil de cette deuxième option résiderait dans la gestion de contraintes opérationnelles plus fortes et avec des marges plus faibles. Enfin le modèle *enabler* reste attractif pour de nouveaux entrants avec plusieurs segments de la chaîne de valeur à attaquer comme la distribution, le marketing ou la relation client, ouvrant des perspectives pour de nouvelles innovations.

Ainsi l'écosystème Assurtech n'est pas mort, il rentre au contraire dans la phase la plus importante et intéressante de son histoire avec comme principal enjeu. Si nous ne pouvons prédire l'avenir, il est certain que ce défi s'annonce passionnant et intense pour tous les acteurs du marché. Les Assurtechs qui survivront à cette phase critique, ressortiront plus fortes. Pour les nouveaux entrants, nous leur suggérons vivement d'étudier ces 10 années d'entrepreneuriat pour ne pas reproduire les schémas perdants et surtout pour apporter des innovations pérennes et transformatrices sur le marché.

## Bibliographie

### Ouvrages

- *Théorie de l'évolution économique*, Joseph Schumpeter, (1912)
- *The innovator's Dilemma*, Clayton Christensen (1997)
- *Design Rules, Volume 1: The Power of Modularity*, Carliss Baldwin (2006)
- *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make the Competition Irrelevant*, Chan Kim & Renée Mauborgne (2004)

### Etudes et rapports

- « Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2021 », ACPR, octobre 2022
- « Rapport LUCY (Lumière sur la cyberassurance) en 2021 », AMRAE, juin 2022
- « Face aux crises, les assureurs agissent pour une société plus résiliente », France Assureurs, mars 2023
- « Le marché des assurances santé et prévoyance en 2022 », France Assureurs, juillet 2023
- « L'assurance automobile des particuliers en 2022 », France Assureurs, juillet 2023
- « Données clés 2022 », France Assureurs, août 2023
- « L'assurance habitation en 2022 », France Assureurs, août 2023
- « Assurances Auto - Le baromètre 2022 des Comparateurs », GCAB
- Rapport 2022 sur la solvabilité et la situation financière d'Acheel
- Rapport 2022 sur la solvabilité et la situation financière de Lemonade Insurance N.V.
- Rapport 2022 sur la solvabilité et la situation financière de Mila
- Rapports 2021 et 2022 sur la solvabilité et la situation financière d'Alan Insurance
- Rapports 2021 et 2022 sur la solvabilité et la situation financière, Seyna
- « *Insurtech Global Outlook 2023* », NTT Data
- « *Insurtech caught on the radar hype or the next frontier?* », Oliver Wyman, 2017
- « *2021 P&C Underwriting Survey* », Accenture & The Institutes, octobre 2021
- « *The State of European Insurtech 2022* », Dealroom.co - MAPFRE, juin 2022
- « *Global Cyber Risk and Insurance Survey 2022* », Munich Re, décembre 2021
- « Radar Assurtechs », Wavestone, septembre 2023
- « *Global Insurtech Report* », Gallagher RE & CB Insights, février 2023
- « *State of Insurtech 2022 recap* », CB Insights, février 2023
- « L'année de la Fintech en 2022 », L'observatoire de la Fintech, février 2023

- « *Insurtech's Hot Streak Has Ended. What's Next?* », BCG FinTech Control Tower, mai 2023
- « *Google Ads Benchmarks 2023 by Industry* », WordStream, mai 2023
- « *Inside the Minds of European VCs* », Speedinvest, juin 2023
- « *European fintech trends & multiples 2023* », Avolta Partners, juin 2023
- « *VC & Exit multiples* », Avolta Partners, octobre 2023
- « Les cyberattaques réussies en France : un coût de 2 Mds€ en 2022 », Asterès, juin 2023

## Articles

- « Un assureur français renonce à l'ouverture de son capital », Argus de l'Assurance, octobre 2022
- « Les mentors de l'Assurtech : qui sont-ils et qui soutiennent-ils ? », Argus de l'Assurance, novembre 2022
- « Comment Luko fait évoluer sa stratégie pour atteindre la rentabilité », Argus de l'assurance, novembre 2022
- « Campagnes publicitaires : les assureurs réinvestissent sur leur marque », Argus de l'assurance, janvier 2023
- « L'écosystème Assurtech se concentre », Argus de l'Assurance, février 2023
- « Assurance chats et chiens, un marché qui se cherche », Argus de l'Assurance, février 2023
- « Classement 2023 des courtiers du marché français », Argus de l'Assurance, juin 2023
- « Le top 15 du courtage français chamboulé », Argus de l'Assurance, juin 2023
- « Classement 2023 : du mouvement chez les courtiers grossistes », Argus de l'assurance, juillet 2023
- « Assurance habitation : pourquoi Luko a pris l'eau », Argus de l'Assurance, juillet 2023
- « Courtage : +Simple s'envole en 2022 », News Assurance Pro, décembre 2022
- « Rachat confirmé pour Luko, quelles leçons en tirer ? », Eficiens - Digital & Assurance, juin 2023
- « +Simple assure l'avenir avec KKR », NextStep, octobre 2022
- « French Tech : Voici ce que valent vraiment les licornes françaises », Challenges, mai 2023
- « *Alan - 2023 Q2 Letter to Shareholders* », Jean-Charles Samuelian, juillet 2023

## Autres

- Minute du jugement de la procédure de sauvegarde accélérée de Luko, Tribunal de commerce de Bobigny, juin 2023