

Communication financière

VERS UNE PROFONDE ET NÉCESSAIRE MUTATION



JEAN-BAPTISTE BELLON
Analyste financier
Trapeza

Les enseignements de la crise sont de deux natures : l'insuffisante explication des concepts clés des IFRS et de leur périmètre d'application peut s'avérer être une véritable bombe à retardement, à l'instar de la confusion observée sur la juste valeur et des amendements adoptés hâtivement ; les choix comptables et prudentiels devraient découler des modèles de gestion et de capital économique des entreprises. Solvabilité 2 semble montrer que cette harmonisation n'est pas hors de portée.



PHILIPPE FOULQUIER
Professeur
Edhec
Business
School

L'information financière sur la crise a suivi la formation et le déplacement de celle-ci. La crise a d'abord été perçue comme limitée, certains acteurs émettant des signaux isolés début 2007 (HSBC, New Century, Bear Stearns, IKB...) pour des montants de pertes estimés mi-2007 à 100 milliards de dollars avec peu d'explications. L'information utile s'est déplacée vers des données de marché telles que les indices de marchés qui couvrent l'immobilier ou les actifs de titrisation, en général disponibles depuis 2005 ou 2006 (Case-Shiller ou indices de Markit). Avec le développement de la crise, les pertes estimées furent révisées régulièrement à la hausse pour atteindre 1 000 milliards de dollars avant l'été 2008. Finalement, les faillites de Northern Rock et Bear Stearns ont montré qu'il ne s'agissait plus seulement d'une exposition à un segment de marché limité. Une crise de liquidité et de confiance s'installa, témoignant des défauts des modèles économiques où

la rentabilité n'était maintenue que par un levier croissant. Au terme de cette première phase, le Forum de stabilité financière demanda des publications harmonisées sur les expositions risquées. Une information utile, bien relayée par les banques françaises, mais déjà insuffisante.

Une information financière inégale

La qualité de l'information financière fournie demeurait inégale et les enquêtes réalisées – dont celles de l'AMF – montraient bien la dissémination de l'information dans les présentations et rapports annuels.

En dépit des renouvellements de dirigeants, les banques restèrent assez largement sur leur position de "déli" des difficultés, en partie soutenue par des performances opérationnelles solides sur les activités de marchés (résistance des revenus avant les effets de la crise). Cependant, la donne fut bouleversée par la montée des risques aux États-Unis, la

faillite de Lehman Brothers, le sauvetage d'AIG en septembre 2008, ainsi que les interventions massives des États pour fournir des liquidités assez coûteuses. Comme dans la crise du début des années 1990, il était urgent de séparer le bon grain de l'ivraie. Le traitement appliqué aux établissements divergeait donc selon la gravité des problèmes. La gestion et la communication financière se centrèrent sur la séparation entre les actifs ou les activités saines et celles affectées par la crise. Par répercussion, les investisseurs ont, dès lors, cherché à valoriser les établissements en deux parties. Il est important de mentionner que la valorisation de la partie malsaine du bilan s'est effectuée sur des estimations de pertes finales sur les actifs (défauts) et non sur la valeur instantanée fournie par le marché.

Normes comptables et information financière

La crise de liquidité venait de faire une deuxième victime : la notion de juste valeur exprimée en valeur de marché a perdu de sa pertinence dans des marchés illiquides ou inactifs. Le progrès que représentait la mise en place des normes IFRS en 2005 n'a pas été suffisant pour traverser la crise. Sous les pressions politiques, l'IASB a été contrainte à se caler sur les pratiques de comptabilisation en juste valeur retenues aux États-Unis par le FASB, par des amendements de l'IAS39 et IFRS 7 (Escaffre et al., 2008). Environ 40 banques européen-

Analyse financière : pilotage d'une société d'assurance sous contrainte de Solvabilité 2

Activités	Vie		Non vie				Somme	Excédents	Total
	UC	Euro	Dommages auto	Dommages aux biens	RCG	Santé			
Primes									
Primes EURm	250	1 000	1 000	1 000	250	200	3 700		
Primes %	7 %	27 %	27 %	27 %	7 %	5 %	100 %		
Capital									
RAC en % solvabilité	0,4 %	3,1 %	7,1 %	10,8 %	34,4 %	9,9 %	12,8 %		
RAC EURm	5	185	71	108	86	20	474	615	
RAC % du total	1,1 %	38,9 %	14,9 %	22,7 %	18,1 %	4,2 %	100 %		
Rentabilité									
Marge nette	0,8 %	1,0 %	2,3 %	3,0 %	6,1 %	2,9 %	3,1 %		
Résultat net EURm	2	40	23	30	15	6	116		
RORAC	35 %	21 %	33 %	28 %	18 %	29 %	24 %	5 %	
Valorisation									
RAC x	4,7	2,8	3,6	3,1	2,0	3,2	2,9	0,5	1,2
V (RAC) EURm	25	513	256	336	169	64	1 364	308	1 671
V (RAC) %	2 %	38 %	19 %	25 %	12 %	5 %	100 %		

Source: Edhec Business School.

nes ont utilisé cette option pour un montant de 700 milliards d'euros d'actifs, ce qui a écarté environ 30 milliards d'euros de dépréciations à fin mars 2009 (Mazars, 2009).

L'accroissement du nombre d'options n'a pas aidé les utilisateurs. Ainsi, l'échec de l'extension du champ de la valeur de marché à des activités qui n'ont pas vocation à dégager des profits à court terme (*day 1 profit*) et qui a nécessité un sensible accroissement des estimations a montré qu'appliquer la valeur de marché à l'ensemble du bilan n'offre pas une meilleure compréhension de la performance. L'amélioration de la qualité des normes comptables est un chantier essentiel et l'avis des utilisateurs des comptes (investisseurs, analystes, gérants...) ne semble pas assez intégré.

Quel rôle donner à la communication financière ?

La communication financière devrait permettre de comprendre le modèle économique de l'entreprise pour que ses utilisateurs jugent sa performance et son profil de risque. Pour ce faire, l'intégration des tests de stress permettrait d'apprécier la persistance

du profil de risque (migration entre les classes de risques), la solidité de la diversification (corrélations instables avec le temps), les expositions couvertes (données brutes et nettes sont alors essentielles) et les engagements potentiels (engagements de liquidité des titrisations).

Dès lors, les choix comptables pourraient naturellement découler de ce modèle économique : les activités de marché et de transaction devraient être évaluées en valeur de marché

“ La crise de liquidité venait de faire une deuxième victime : la notion de juste valeur exprimée en valeur de marché a perdu de sa pertinence dans des marchés illiquides ou inactifs. ”

alors que celles de transformation et d'intermédiation financière devraient être comptabilisées en coût amorti, avec des indications sur l'organisation de la transformation (courbe de taux) et la gestion de la liquidité (maturité).

Améliorer la gestion et la communication sous la pression des règles prudentielles

A priori, le capital réglementaire et le capital économique ont des objectifs distincts. Le premier vise avant tout au maintien de la solvabilité des entreprises pour protéger les clients et éviter tout risque systémique. Le second peut être défini comme le montant de capitaux nécessaires pour exercer une activité et absorber les risques qui lui sont inhérents. Toutefois, lorsque sont analysés les récents développements prudentiels, force est de constater que Solvabilité 2, le pendant de Bâle II dans l'assurance, est en passe de devenir la référence incontournable de la gestion des risques des compagnies (c'est d'ailleurs déjà le cas pour les leaders européens), de leur communication et même de leur évaluation. En effet, avec Solvabilité 2, l'Union européenne a souhaité “établir des exigences de solvabilité mieux adaptées aux risques effectivement assumés par les entreprises d'assurance et encourager celles-ci à mieux évaluer et contrôler leurs risques”. Pour répondre à ces deux objectifs, le régulateur européen a défini deux niveaux de capital requis : un minimum de capital en

deçà duquel l'intervention des autorités de contrôle est systématique et un capital cible, calculé à partir d'une Value at Risk de 99,5 % à horizon d'un an, afin d'absorber la plupart des chocs exceptionnels. Pour devenir un véritable référentiel managérial, Solvabilité 2 s'est attaché à retenir une approche opérationnelle de l'exposition aux risques, c'est-à-dire cohérente avec les modèles internes de gestion des sociétés (analyse des risques, provisionnement, tarification, gestion actif-passif, *embedded value*, capital économique), afin d'en favoriser leur développement et donc inciter les sociétés à mieux gérer leurs risques.

Après cinq années d'âpres négociations entre les assureurs et le régulateur, se traduisant par des réajustements permanents de la calibration et de la modélisation, le nouveau cadre prudentiel est en passe de devenir une référence dans la gestion des sociétés d'assurance. En effet, au regard des lourds investissements nécessaires pour répondre au régulateur (collecte de données, évaluation des risques et simulations), de nombreuses sociétés et mutuelles d'assurance envisagent dès à présent de capitaliser sur ces coûts pour mettre en œuvre un outil de pilotage, dans la lignée des modèles de capital économique existants déjà chez les *leaders*. Ces derniers, quant à eux, apportent les dernières rectifications nécessaires à leur modèle de capital économique, afin qu'il soit reconnu par le régulateur pour le calcul de la solvabilité.

À partir d'une modélisation et d'une simulation des contraintes réglementaires de Solvabilité 2 sur une société d'assurance de référence, l'Edhec Business School (Foulquier, 2009) a montré que la contrainte prudentielle peut être transformée en une opportunité de pilotage interne de la performance des sociétés d'assurances, notamment en matière d'allocation d'actifs, de gestion des capitaux propres, de gestion actif-passif, de couverture des risques, de lancement de nouveaux produits et de valorisation. Concrètement, les règles prudentielles devraient progressivement s'imposer (ce qui est déjà le cas chez les *leaders* européens) comme une référence pour établir ce type de tableau de management.

“ Pour devenir un véritable référentiel managérial, Solvabilité 2 s'est attaché à retenir une approche opérationnelle de l'exposition aux risques, c'est-à-dire cohérente avec les modèles internes de gestion des sociétés. ”

Les conclusions de la nouvelle approche de pilotage

L'analyse du tableau 1 de la page précédente permet non seulement de percevoir le profil de risque de la société, sa rentabilité et sa valorisation, mais également de proposer quelques actions stratégiques pour en améliorer la gestion. L'approche traditionnelle du profil du risque repose souvent sur une analyse de la répartition du CA par activité et des marges générées. À la lecture de ce tableau, d'aucuns concluraient que la société de référence présente un profil peu risqué : l'activité en responsabilité civile générale (RCG) ne représente que 7 % du total des primes et génère une marge 2,6 fois supérieure à celle de l'assurance dommages automobile (6,1 % contre 2,3 %). Toutefois, comme mentionné précédemment, à travers Solvabilité 2, le régulateur favorise la généralisation de l'approche économique jusqu'alors réservée aux *leaders* européens. Selon cette approche, la conclusion à partir du tableau de pilotage, est très différente de celle l'approche traditionnelle. À titre illustratif, si l'on se focalise uniquement sur l'activité responsabilité civile générale (RCG), cette activité requiert cinq fois plus de capitaux alloués que l'assurance dommages automobile (RAC en %, 34,4 % contre 7,1 %). Si bien que la rentabilité mesurée au regard des capitaux économiques alloués (RORAC) n'est que de 18 % contre 33 % pour les dommages automobile. La RCG ne représente que 7 % des primes, mais 18 % des capitaux alloués, si bien qu'il est souhaitable que la stratégie soit repensée afin de réduire la consommation de capital (réduction des risques) ou d'améliorer la rentabilité (meilleure marge). Les différents axes de réflexion (Foulquier, 2009) peuvent reposer sur la

tarification, l'offre produit et garanties, la couverture des risques, l'allocation d'actifs, la croissance externe ou cession...

Une meilleure transparence

Grâce aux développements des modèles de capital économique favorisés par le régulateur, les analystes financiers, déjà familiers avec ce type de tableau de bord, devraient bénéficier de l'évolution actuelle des règles prudentielles qui sont de nature à harmoniser et à augmenter la transparence sur ce type d'informations essentielles à l'analyse financière. La problématique des banques est probablement plus complexe que celle des assurances en raison du développement exponentiel du champ d'activité des banques (Pastré, 2005) et de leurs interdépendances. Les premières publications du pilier 3 de Bâle II sont, à cet égard, assez décevantes puisque les informations sur les risques (probabilités de défaut et perte en cas de défaut) sont données sur des portefeuilles "bâlois" qui ne correspondent pas avec les informations de gestion (segment) et avec des méthodes encore très hétérogènes. L'allocation de capital sur des portefeuilles *a priori* équivalents peut ainsi varier de 50 % à 100 % selon la méthode employée (standard, fondation, avancée). Les investisseurs attendent donc d'abord des progrès dans la compréhension et la gestion des risques par les établissements et un alignement de l'information sur ces standards améliorés. ■

Références

- Escaffre L, P. Foulquier, P. Touron, (2008) Juste valeur ou non : un débat mal posé, Edhec Position Paper, novembre.
- P. Foulquier, (2009) "Solvabilité II : une opportunité de pilotage de la performance des sociétés d'assurance", Edhec Publication, sponsor Swiss Re, Mai.
- O. Pastré, (2005) "La nouvelle économie bancaire", Economica.
- Mazars (2009), Lettre bancaire n° 2, avril.