

## COMPTABILITÉ

COMPAGNIES D'ASSURANCES :  
DES BIEN-PORTANTS  
QUI S'IGNORENT ?

Tanguy Faroult

Gestion des Risques  
GroupamaMembre de la  
Société française des  
évaluateurs

De nombreux assureurs dénoncent l'inadaptation de la comptabilité en juste valeur des actifs détenus pour faire face à des engagements à long terme. Néanmoins, un retour à une valorisation en coût amorti apparaît peu probable. D'autres méthodes peuvent être envisagées comme l'évaluation de la juste valeur des passifs.

Il y a plus de 20 ans, dans la revue *Analyse Financière*, Bernard Pagezy, ancien patron de la Compagnie du midi et des Assurances Générales de Paris, mettait en garde les assureurs contre la tentation de répondre aux attentes des marchés financiers en leur fournissant des résultats prévisionnels. Sa conclusion rappelait l'aphorisme du docteur Knock sur l'état précaire du patient en bonne santé [1]. Quatre années après l'implanta-

tion des normes IFRS et, en conséquence, la généralisation aux actifs de la notion de "juste valeur", on peut se demander si, au contraire, les malades d'aujourd'hui ne sont pas des biens portants qui s'ignorent. La dégradation des marchés financiers et de l'économie affecte inévitablement les assureurs. Néanmoins, les signaux alarmistes donnés par les résultats 2008 semblent plus résulter d'un référentiel comptable inadéquat que d'un effondrement des fondamentaux du secteur.

LE RÉFÉRENTIEL COMPTABLE  
ET FINANCIER

Les mesures palliatives adoptées en 2005 pour faire face à la volatilité induite dans les comptes consolidés IFRS par des actifs en juste valeur (IAS 32 et 39) et des passifs maintenus provisoirement en coût historique (IFRS 4) n'ont pas résisté à l'ampleur et à la durée de la crise des marchés. Ces mesures consistaient principalement à définir, dans le cadre de la communication financière, des indicateurs opérationnels non affectés par la variation des résultats latents ou, pour certains groupes, à classer les titres en "disponible à la vente" pour enregistrer directement en capitaux propres la variation des valeurs de

marché et préserver ainsi le résultat net IFRS. Du fait du caractère dissuasif des sanctions prévues par le régulateur comptable en cas de cession avant l'échéance (*tainting rules*), peu de groupes adoptèrent pour les titres de créance la classification "détenue jusqu'à l'échéance" qui autorisait pour les comptes consolidés la comptabilisation en coût historique amorti (*encadré 1*).

Ainsi, pour illustrer le référentiel actuel, nous supposons un assureur constituant une provision de 100 correspondant à la valeur estimée d'un décaissement dans 3 ans. Il aura, à l'actif de son bilan, un actif financier de même montant. Il s'agit ici d'un titre de créance acheté à l'émission avec une maturité de trois ans et un coupon de 3 % qui aura été classé en "titre de transaction" (juste valeur par résultat) ou "disponible à la vente" (juste valeur par capitaux propres). Si les taux de marchés décalent à 5 %, par augmentation du taux de l'actif sans risque ou de la prime de risque (*spread*), la valeur de l'actif chutera de 100 à 94,6 [2]. La compagnie enregistrera alors la baisse

[1] "L'appréciation des compagnies d'assurances à travers l'analyse de leur comptabilité" Bernard Pagezy, *Analyse Financière*, 4<sup>e</sup> trimestre 1986/5.

[2] La valeur de 94,6 est composé pour 86,4 de la valeur du principal  $(100/(1+5\%)^3)$  et de 8,2 de la valeur actuelle des coupons  $(3 \times (1-(1+5\%)^{-3})/5\%)$ .

de valeur de son actif de -5,4 soit directement en résultat, soit dans les écritures affectant directement les capitaux propres.

### L'EFFET DES CHOIX COMPTABLES SUR LES RÉSULTATS

L'effet de ces choix comptables peut se lire sur les résultats présentés dans le référentiel IFRS pour les cinq premiers groupes d'assurances européens (encadré 2), ainsi que dans les produits et charges comptabilisés directement au bilan. Ces éléments, ajoutés au résultat IFRS, permettent d'aboutir à la notion de résultat intégral qui, après intégration des flux avec l'actionnaire (distribution dividendes, recapitalisation), donne le montant des capitaux propres IFRS de clôture.

En 2005, date de mise en place des normes IFRS, les cinq premiers groupes affichaient un résultat IFRS cumulé de plus de 20 milliards d'euros, alors que les écritures passées directement au bilan – essentiellement les variations de juste valeur sur actifs disponibles à la vente, les écarts de change de conversion et les écarts actuariels – représentaient un crédit d'environ 13 milliards d'euros. En 2006 et 2007, le solde des écritures passées directement au bilan est négatif (respectivement de 2,6 et 14,1 milliards d'euros), mais pour des niveaux qui restent très en deçà des résultats IFRS affichés soit 25,7 milliards d'euros en 2006 et 28 milliards d'euros en 2007. En 2008, l'ensemble des assureurs étudiés présente un résultat intégral en perte et une contraction importante de leur niveau de capitaux propres, après flux avec l'actionnaire (encadrés 2 et 3).

En période de méfiance des marchés vis-à-vis de la communication financière des groupes (axée sur des résultats opérationnels jugés subjectifs et insuffisamment normés) et de résultats IFRS (tributaires de règles de partage différentes selon

## I. RÉFÉRENTIEL COMPTABLE

# CONSÉQUENCE SUR LES PERFORMANCES RÉELLES : EXEMPLE

■ **Cette irruption brutale, sans mécanisme réel de lissage à la hausse comme à la baisse, des paramètres financiers de marché dans les référentiels comptable (IFRS) et de pilotage (market consistent embedded value) n'est pas neutre. Un exemple permet de mieux comprendre comment les performances opérationnelles peuvent être "écrasées" par le mécanisme de valeur présente (ou actuelle) de flux futurs.**

Une entreprise engendre un flux de 30, croissant à long terme de 5 % par an, pour un taux d'actualisation de 8 %. Elle sera valorisée à :

$1\ 050 = [30 \times (1+5\%)/(8\%-5\%)]$  avec un multiple de valorisation particulière élevé (x35 le flux).

Si l'entreprise augmente le flux de 30 à 40 (soit +33 %), maintient le taux de croissance à long terme à 5 % et que le taux d'actualisation du marché passe de 8 à 10 %, la valeur chutera à 840  $[40 \times (1+5\%)/(10\%-5\%)]$ , soit une baisse de -20 %.

L'augmentation du flux à l'actionnaire de +10 pourra être obtenue soit par une meilleure gestion des risques (diminution du besoin de capital réglementaire) soit par une meilleure gestion des marges (amélioration du résultat net comptable) qui se traduira par l'augmentation du taux de rentabilité interne.

Cette augmentation du taux d'actualisation demandé par le marché pourra résulter tout aussi bien d'une promesse de gain d'un investissement alternatif de risque comparable (return on equity de 10 %) que d'une perception de risque accru à partir des perspectives d'une ou de plusieurs entreprises extrapolée à l'ensemble du secteur.

Si les 200 points de base supplémentaires du taux d'actualisation ne reflètent ni l'augmentation réelle du risque de l'entreprise, ni l'augmentation de son coût du capital, ni des niveaux de rentabilité effectivement atteignables sans accroître de manière induite le risque, on voit combien la valorisation de marché offre une vision "brouillée" de la performance.

On pourra avoir une entreprise dont la performance boursière pourra être entraînée dans une spirale baissière (-20 %), en dépit de performances intrinsèques (+33 %) en amélioration. Peut-être que ce mouvement résultera de la correction d'une "surévaluation passée" : il se révélera, quelle que soit son origine, très perturbant pour la gestion de l'entreprise. Cette évolution concerne aussi bien la valeur de marché de l'entreprise d'assurance elle-même lorsqu'elle est cotée que la valeur des titres de participation ou de créance qu'elle détient à l'actif de son bilan.

les groupes entre compte de résultat et capitaux propres), seul primera la dernière ligne de la variation des capitaux propres du bilan. Et face à la fonte des capitaux propres et les incertitudes sur la solvabilité des groupes, les valorisations sont entraînées dans une spirale baissière face à la crainte d'une recapitalisation fortement "dilutive" dans les conditions actuelles de marché.

### LES VARIATIONS DE VALEUR DE MARCHÉ ONT-ELLES UN SENS POUR UN ASSUREUR ?

De l'exemple présenté (100 de passif à 3 ans représentés aujourd'hui par 100 d'actifs), nous avons supposé que l'assureur a constitué une provision

non actualisée ; c'est-à-dire qu'il ne compte pas sur le coupon, et le produit de son réinvestissement, pour financer le décaissement prévu et les frais de gestion associés. Ainsi, face à un décaissement de 100 à 3 ans, l'actif dégagera un total de disponibilités de 109 constitué de 100 de principal et de trois années de coupon. Qu'advient-il si l'assureur prenait l'initiative de céder cet actif et de réaliser la perte latente ?

Dans ce cas, il serait contraint de représenter à nouveau l'engagement de 100 en réinvestissant aux conditions de marché le produit de sa cession de 94,6. L'assureur investira moins (94,6 contre 100), mais à des taux supérieurs (5 % contre

## 2. RÉSULTATS EN RÉFÉRENTIELS IFRS

## Les cinq premiers groupes d'assurances européens

## ■ Résultat net comptable IFRS communiqués par les groupes (résultat 2008)

Part du groupe (sauf Aviva)

En M€ - toutes activités	2005	2006	2007	2008	Publication
Allianz	4 380	7 021	7 966	-2 444	26-fév-09
Aviva	2 791	3 513	2 203	-1 106	05-mars-09
AXA	4 318	5 085	5 666	923	19-fév-09
Generali	1 919	2 405	2 916	861	20-mars-09
ING	7 210	7 692	9 241	-729	18-fév-09
<b>Total</b>	<b>20 618</b>	<b>25 716</b>	<b>27 992</b>	<b>-2 495</b>	

Note : les données intègrent le résultat des activités bancaires (exemple résultat 2008 ING assurance : -1183 M€ contre +5603 M€ en 2007 ; banque : +454 M€ en 2008 contre +3638 M€ en 2007) ou produits et charges exceptionnels (exemple résultat 2008 Allianz impacté d'une charge de -6411 M€ liée à la cession de Dresdner).

## ■ Écritures (hors flux avec actionnaires) affectant directement les capitaux propres IFRS

Part du groupe (sauf Aviva)

En M€ - toutes activités	2005	2006	2007	2008
Allianz	4 715	2 055	-5 029	-8896
Aviva	62	-375	885	334
AXA	3 364	-887	-3 723	-7 362
Generali	1 143	-456	-878	-3 118
ING	3 806	-2 966	-5 391	-13 994
<b>Total</b>	<b>13 090</b>	<b>-2 629</b>	<b>-14 136</b>	<b>-33 036</b>

Note : les écritures passant par capitaux propres concernent principalement les profits et pertes résultant de la réévaluation d'actifs disponibles à la vente (AFS), la différence de change de conversion et les écarts actuariels sur les régimes d'avantages sociaux à prestations définies. L'écart en 2007 et 2008 est créditeur sur Aviva du fait du choix fait en général par les groupes britanniques, en cohérence avec les UK gaap, de classer leurs actifs en trading et non en AFS et de l'évolution de la livre sterling face aux autres devises.

## ■ Capitaux propres IFRS de clôture

Part du groupe (sauf Aviva)

En M€ - toutes activités	2005	2006	2007	2008
Allianz	38 656	49 650	47 753	33 684
Aviva	16 312	20 682	23 428	18 058
AXA	36 525	47 225	45 642	37 441
Generali	13 947	15 207	14 790	11 313
ING	36 736	38 266	37 208	17 334
<b>Total</b>	<b>142 175</b>	<b>171 030</b>	<b>168 820</b>	<b>117 829</b>

Source : données non retraitées communiquées par les groupes dans le cadre de leur communication financière (Internet).

3 %) : in fine il aura face au sinistre inchangé de 100 un flux nominal coupon inclus de 108,7 (5 % de 94,6 sur trois ans plus la récupération du principal de 94,6) contre 109,0 antérieurement estimé. Sa capacité à payer un engagement de 100 n'est donc pas matériellement affectée. Elle est même équivalente si nous intégrons la recapitalisation du coupon au taux de marché. Le mécanisme est valable également en cas de baisse des taux amenant à constater une plus value latente sur son actif : il lui

faudra réinvestir plus à des niveaux de taux inférieurs pour maintenir sa solvabilité, c'est-à-dire sa capacité à régler ses engagements.

Cette mécanique justifie implicitement les évaluations en coût historique dans les comptes sociaux français pour les obligations (à l'exception du risque de crédit, c'est-à-dire l'incapacité de l'émetteur d'honorer sa dette), mais également les mécanismes de type réserve de capitalisation, qui dotera les plus-values réalisées à un fond de lissage sur

lequel seront prélevées les moins-values réalisées.

## QUEL EST LE RISQUE RÉEL DE L'ASSUREUR ?

Le risque de taux ne se matérialisera que si un décaissement réel contraint l'assureur à liquider l'actif dans un contexte de moins-value latente. Si le sinistre initialement de 100 doit être décaissé immédiatement alors que l'actif affiche une moins value de 5,4, l'assureur sera effectivement contraint de constater une perte de ce montant dans son compte de résultat et d'être recapitalisé, en cas d'insuffisance de sa marge de solvabilité, pour le même montant.

Mais les assureurs disposent d'un certain nombre de protections contre ce risque surtout sensible en vie lorsque les assurés, en cas de hausse des taux, rachètent leurs engagements pour aller les placer sur des supports plus rémunérateurs ou en non vie en cas d'événements catastrophiques nécessitant des sorties de fonds importantes et inattendues.

Tout d'abord, ce risque est piloté ex ante au travers de la conception des produits, la politique de souscription (sélection et diversification), la mise en place de protections (marchés de la réassurance ou des capitaux) et le choix des contreparties. Les provisions (chroniques de règlements attendus) font l'objet d'évaluations approfondies et régulières ; les politiques de protection sont réajustées périodiquement dans le cadre de la gestion actif passif. De plus, des actifs liquides sont mobilisés au titre de la marge de solvabilité qui constitue un "coussin", en sus des actifs face aux provisions, pour absorber les aléas résiduels sur actifs (défaillances des émetteurs de titres) et passifs (règlements supérieurs ou plus rapides). Enfin, du fait des caractéristiques de son modèle économique (les primes sont encaissées avant que les sinistres ne soient payés), les flux sur la

nouvelle production permettent en dernier recours de financer les flux sortants sur les contrats passés.

Dans la plupart des cas de figure, la capacité d'un assureur à conserver un titre jusqu'à l'échéance sans avoir à matérialiser une éventuelle perte latente dans son compte de résultat est donc avérée. Dans ce cas, le seul risque résiduel matériel sera le risque de défaut de l'émetteur sur le paiement du revenu et le remboursement du capital à échéance.

### QUELLES VOIES D'ÉVOLUTION ?

Le constat de l'inadaptation d'une valorisation en juste valeur d'actifs pouvant être détenus jusqu'à échéance, que les marchés soient actifs ou inactifs, semble partagé par un grand nombre d'assureurs professionnels y compris outre-Atlantique.

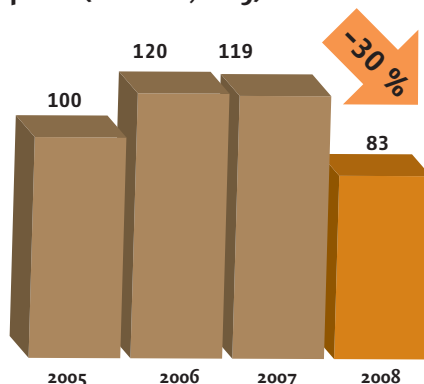
En novembre dernier, lors d'un colloque à Londres, Maurice R. Greenberg, qui quitta la direction d'AIG en 2005 après 40 ans de présence dans ce groupe, dénonçait le non-sens financier de la comptabilité en juste valeur enregistrant en résultat des variations trimestrielles de valeur sur des actifs détenus face à des engagements à long terme [3]. Néanmoins, un retour à une valorisation en coût amorti des actifs adossé aux engagements techni-

[3] "And then along came mark-to-market accounting and mark-to-market, I happen to believe, may be fine if you're a trading operation - trading companies buy and sell securities mark-to-market everyday. They should. At the end of every day you know if you made a profit or you didn't. If I'm running a life insurance company and I'm writing a life policy on somebody who is 30 years old, the policy is going to go in place for 30 years, I earn a full rate of interest of say 3 %, I buy some bonds that have a 4.5 % yield, what do I care what the bond sells for during the 30 year period? I'm holding it until maturity. Why would I mark to market every quarter? It would have a yo-yo effect on income. That wouldn't make any sense. So I think mark-to-market exacerbated a great deal of the problem and it came at the wrong time."

(Transcript - The Reactions Insurance Conference 2008- Tuesday November 11 Keynote Address : The Challenges Facing the International Insurance Industry - Maurice R Greenberg, Chairman & CEO, CV Starr & Co Inc).

### 3. CAPITAUX PROPRES IFRS DE CLÔTURE

Les cinq premiers groupes d'assurance européens (base 100, 2005)



ques, même s'il s'agit d'une option initialement prévue par les normes comptables, apparaît peu probable. Nombre d'observateurs défendent, au sein des comptes eux-mêmes et non des annexes, une valorisation des actifs en valeur de marché – qui reste à leurs yeux la meilleure évaluation possible lorsque les marchés fonctionnent normalement – des actifs de l'entreprise. Il s'agissait d'ailleurs de l'approche de valorisation retenue par le référentiel américain (US GAAP) ou celui retenu, antérieurement au référentiel IFRS, pour la production des comptes sociaux des compagnies d'assurances au Royaume-Uni (UK GAAP).

Pour éliminer les variations indues de l'actif, une solution consisterait à neutraliser, par une variation inverse sur le passif, l'impact sur les capitaux propres. C'est l'approche défendue par le Pan European Insurance Forum qui a émis le 24 février 2009 sous la signature des dirigeants des premières compagnies du marché [4] un article sur les conséquences en terme de réglementation de la crise. Après

[4] "Insurance View : Regulatory Consequences of Financial Crisis" : ce texte du Pan European Insurance Forum est disponible sur le site d'Allianz. (Communiqué du 24/2/09).

**« L'inadaptation d'une valorisation en juste valeur d'actifs pouvant être détenus jusqu'à échéance, que les marchés soient actifs ou inactifs, semble partagé par un grand nombre d'assureurs professionnels y compris outre-Atlantique. »**

avoir rappelé la nécessaire convergence avec les standards comptables américains, celui-ci défend "la valorisation en conformité avec le marché à la fois des actifs et des passifs [qui doit] devenir le principe sous jacent de l'information financière et du contrôle prudentiel de l'assurance". Ce document ajoute que "l'utilisation d'une valorisation en conformité avec le marché de la totalité du bilan devra mieux refléter les comptes d'une compagnie d'assurances et contribuer à la transparence".

### LA JUSTE VALEUR DES PASSIFS

Les écueils à la mise en place d'une "juste valeur des passifs" sont toutefois nombreux car si les passifs d'assurance peuvent être évalués et cédés dans le "monde réel" (commutations, cessions d'activités arrêtées), il s'agit d'opérations de gré à gré, sans marché organisé profond et liquide et de cotation en continu. De plus, la modélisation d'une juste valeur amène à matérialiser pour un hypothétique acheteur du passif – Quelle structure de coût? Quels environnements réglementaire et fiscal? Quelles anticipations? – le coût du capital lié à la nécessité de maintenir une marge de solvabilité jusqu'à extinction des engagements. Cette notion de "coût du capital" est complètement exogène à la notion de "résultat comptable" soumis à l'assemblée générale qui décide de son affectation. La défiance des observateurs externes liée au caractère complexe et discrétionnaire des évaluations mark to model, même lorsqu'elles sont certifiées par des tiers, est un frein à l'implantation d'une juste valeur de passifs qui viendrait neutraliser les variations de juste valeur d'actif dans les comptes.

D'autres approches permettant de neutraliser les variations de juste valeur de l'actif ont pu être évoquées, des plus simples (fonds de participation bénéficiaire à 100 %) aux plus élaborées (évaluation de la

juste valeur d'un passif à partir de la valeur de marché de son portefeuille de réplification). L'actualisation des engagements techniques sur la base des taux de marché pourrait également être une solution [5]. Quelle que soit l'approche retenue (retour au coût amorti, juste valeur des passifs, autre approche), il semble nécessaire qu'un consensus se dégage sur une solution technique satisfaisante, en terme de prudence et d'information des tiers, permettant de neutraliser, tant sur le résultat que le capital, les variations de valeur des actifs adossés aux provisions techniques.

[5] Sur le thème de l'actualisation des passifs voir du même auteur "L'actualisation des passifs : une technique controversée", *Option Finance* n° 997, 29 septembre 2008.

### REVENIR À DES APPROCHES DE SUIVI DE LA PERFORMANCE PLUS ROBUSTES

La performance d'un assureur ne se mesure pas à partir d'écarts de valeur liquidative des actifs qu'il gère. Ces actifs sont le plus souvent détenus à long terme, et même lorsqu'ils sont cédés dans le cadre d'une gestion active des placements, leur réinvestissement aux conditions de marché n'affecte pas la capacité des groupes à tenir leurs engagements vis-à-vis des assurés.

Les comptes semblent transmettre au marché des signaux inadaptés tant sur les niveaux de performance que de solvabilité des groupes d'assurances. Les marchés fonctionnent comme un miroir extrapolant à partir des performances passées des entreprises et d'une perception de

l'avenir les espérances de gain futur. Lorsque les comptes deviennent eux-mêmes un miroir et renvoient à des marchés en quête de repères leur propre reflet, on est confronté à une "construction en abîme" avec deux miroirs face à face, auto-entretenant les phénomènes de hausse comme de baisse.

C'est en ce sens que les règles comptables peuvent entretenir la procyclicité. Il semble urgent de briser ce jeu de miroirs en revenant à des approches de suivi du résultat et de la performance plus robustes et traditionnelles mieux à même de délivrer au marché une information de qualité sur le niveau réel des performances opérationnelles et de la solidité financière des groupes à long terme. ■

## LES NORMES COMPTABLES À L'ÉPREUVE DE LA CRISE

Judi 18 juin 2009, de 18 h 00 à 20 h 00

**Président de séance :** LAURENCE BARROIN, Associée, VBF Consulting

■ **Normes IFRS : celles qui ont passé le test de la crise, celles qui faut amender**

JEAN-PAUL CAUDAL, Directeur du département Supervision bancaire et comptable, FBF

■ **Juste valeur : bilan et perspectives**

THIERRY VEYSSIÈRE, Analyste normes comptables, BNP Paribas

■ **La vision du régulateur de marché sur la communication des banques et les évolutions des normes comptables**

SOPHIE BARANGER, Directrice des affaires comptables, AMF

■ **Risque de crédit : vers un provisionnement dynamique pour plus de cohérence et de prudence ?**

PIERRE-HENRI DAMOTTE, Responsable des principes comptables Groupe, Société Générale