

## VALEUR DES CONTRATS

# UN INDICATEUR MAJEUR D'ÉVALUATION DES COMPAGNIES D'ASSURANCE



Tanguy Faroult

Chargé de mission  
Direction Financière  
Groupama

Les directeurs financiers des premiers groupes d'assurance européens ont travaillé sur la notion d'*embedded value*, un agrégat essentiel à l'appréciation de la performance de l'activité d'assurance. Ces travaux avaient pour but d'améliorer une approche déjà ancienne et de répondre aux critiques de la communauté financière sur ce concept.

**E**n janvier 2005, un panel d'analystes spécialistes des valeurs d'assurance, réuni par la firme d'audit PriceWaterhouseCoopers considérait que le travail de normalisation effectué par les directeurs financiers des premiers groupes d'assurance européens au sein du CFO Forum sur l'*embedded value vie* (*european embedded value*) se révélait plus utile à leur profession que la phase 1 des normes IFRS [1]. L'ensemble des membres du Forum (encadré 1) s'est engagé à produire au plus tard sur leurs données au 31 décembre 2005 des chiffres

dans le respect des principes édictés en mai 2004 par le Forum. Dès l'année 2005, 12 groupes (neuf membres du Forum, et trois sociétés non-membres) devancèrent l'appel en publiant leur *embedded value 31/12/04* dans le respect de ces principes. Ces travaux, qui ont pour but de normer et d'améliorer une approche déjà ancienne, remettent sur le devant de la scène un agrégat essentiel à l'appréciation de la performance de l'activité d'assurance.

### L'EMBEDDED VALUE : UN INDICATEUR AVANT TOUT OPÉRATIONNEL...

La notion d'*embedded value* correspond à l'actif net comptable ajusté réévalué de la valeur intrinsèque des contrats en portefeuille. Cette notion familière dans les pays anglo-saxons s'applique essentiellement aux activités vie où certains contrats en stock recèlent une latence de marge significative du fait de l'engagement à long terme des assurés à effectuer des versements périodiques de primes. Cette marge existe également sur les contrats non-vie dans la mesure où les règlements et frais de gestion à venir sont estimés de manière prudente et comptabilisés sans déduire de manière anticipée les revenus financiers à venir sur

les actifs immobilisés au titre de ces dettes (provisions de sinistres non actualisées).

Le concept de valeur intrinsèque est apparu dans les années quatre-vingt comme outil de gestion interne. Le résultat libéré par les comptes sociaux est contraint par les principes prudentiels imposés par les autorités locales de tutelle. Le résultat comptable ne libérera que des marges considérées effectivement acquises et distribuables par le superviseur en charge de garantir la capacité des sociétés qu'il contrôle à régler financièrement leurs engagements vis-à-vis des assurés. De ce fait, le résultat comptable publié est l'image de performances appréciées au travers d'un "rétroviseur", constitué de libérations de résultats certains sur plusieurs exercices passés, avec un recours aux anticipations uniquement pour s'assurer du caractère effectivement prudent des chiffres produits (validation des pertes et non des produits anticipés). L'inadaptation du seul résultat comptable pour assurer le pilotage interne de groupes (tarification, développement, résiliation...) a amené les groupes à se doter d'outils et de démarches d'évaluations avancées des résultats. Ces techniques visent à mesurer de manière organisée et rigou-

«Lors des opérations de regroupement d'entreprises, l'évaluation de la valeur intrinsèque des contrats acquis est un élément essentiel de l'évaluation du prix.»

reuse la performance présente telle qu'elle peut être anticipée à l'émission par le management et des éventuels ajustements, positifs ou négatifs, sur les anticipations de résultats passés. À l'approche classique de construction de marges prévisionnelles, la démarche intègre les notions de risques, de capital immobilisé jusqu'à extinction des engagements, de coût du capital, et de la valeur présente de ces flux futurs (taux d'actualisation). L'agrégat synthétique produit (valeur intrinsèque des contrats) est représentatif des marges futures attendues, pour leur valeur actuelle et après coût d'immobilisation du capital, jusqu'à extinction des engagements existants.

## UN AFFINEMENT DES TECHNIQUES D'ÉVALUATION

Lors des opérations de regroupement d'entreprises, l'évaluation de la valeur intrinsèque des contrats acquis est un élément essentiel de l'évaluation du prix. Les techniques d'évaluation appliquées à l'activité d'assurance se sont affinées au fil des années, non seulement avec les opérations de fusions-acquisitions, de privatisations ou de démutualisations, mais également avec la multiplication des opérations de cessions de portefeuilles arrêtés tant sur les activités vie que non-vie (run-off) ou des opérations de commutation sur les créances/dettes de réassurance (un règlement financier libère le réassureur de son engagement à couvrir la cédante sur des contrats existants).

Les méthodes d'évaluation de la valeur intrinsèque des contrats atteignent un niveau de maturité suffisante pour, dès 1998, monter une première opération de titrisation de valeur intrinsèque sur contrats vie (effectué par une mutuelle anglaise National Provident Institution), bientôt suivie par d'autres opérations (Gracechurch, Friends Provident...) [2].

## 2. L'EXEMPLE DES COMPAGNIES BRITANNIQUES

### Tiers certifiant les éléments publiés

Transposition des EV 31-12-04 sur la base des principes du CFO Forum

Cabinet actuariel : revue méthodes/hypothèses/résultats

Auditeurs : audit des comptes consolidés sur la base EEV (european embedded value)

CFO Forum	AXA	Tillinghast	----
CFO Forum	Aviva	Tillinghast	Ernst & Young LLP
CFO Forum	Legal & General	Tillinghast + Milliman USA	PWC LLP
CFO Forum	Prudential	nc	KPMG Audit plc
CFO Forum	Old Mutual	Tillinghast	KPMG Audit plc
Non-membre	Irish Life & Permanent	Watson & Wyatt	KPMG Audit plc
Non-membre	Friends Provident	Tillinghast	KPMG Audit plc
CFO Forum	AEGON	Tillinghast	----
CFO Forum	Allianz	Tillinghast	----
CFO Forum	Skandia	Tillinghast	----
CFO Forum	ING	Watson & Wyatt	----

Source : sites Internet des compagnies.

## 1. CFO FORUM

### Les compagnies membres du CFO Forum

#### Banques et compagnie d'assurance

Membres du CFO Forum	Pays
1. AEGON N.V	Pays-Bas
2. Allianz AG	Allemagne
3. Assicurazioni Generali SPA	Italie
4. AXA SA	France
5. Aviva plc	Angleterre
6. CNP Assurances	France
7. Fortis BV	Belgique/Pays-Bas
8. Försäkrings AB Skandia <sup>1</sup>	Suède
9. Hannover Rueckversicherung AG <sup>2</sup>	Allemagne
10. ING Groep NV	Pays-Bas
11. Legal & General Group plc	Angleterre
12. Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	Allemagne
13. Old Mutual plc <sup>1</sup>	Afrique du Sud
14. Prudential Assurance Company plc	Angleterre
15. Scottish Widows Group <sup>3</sup>	Angleterre
16. The Standard life Assurance Company	Angleterre
17. Swiss Reinsurance Company	Suisse
18. Swiss Life Group	Suisse
19. Winterthur Group	Suisse
20. Zurich Financial Services Group	Suisse

1. Skandia est devenue filiale d'Old Mutual suite à une OPA lancée en décembre 2005.

2. Hannover Ruck est filiale du groupe d'assurance allemand TALANX AG.

3. Scottish Widows est filiale du groupe bancaire anglais Lloyds TSB.

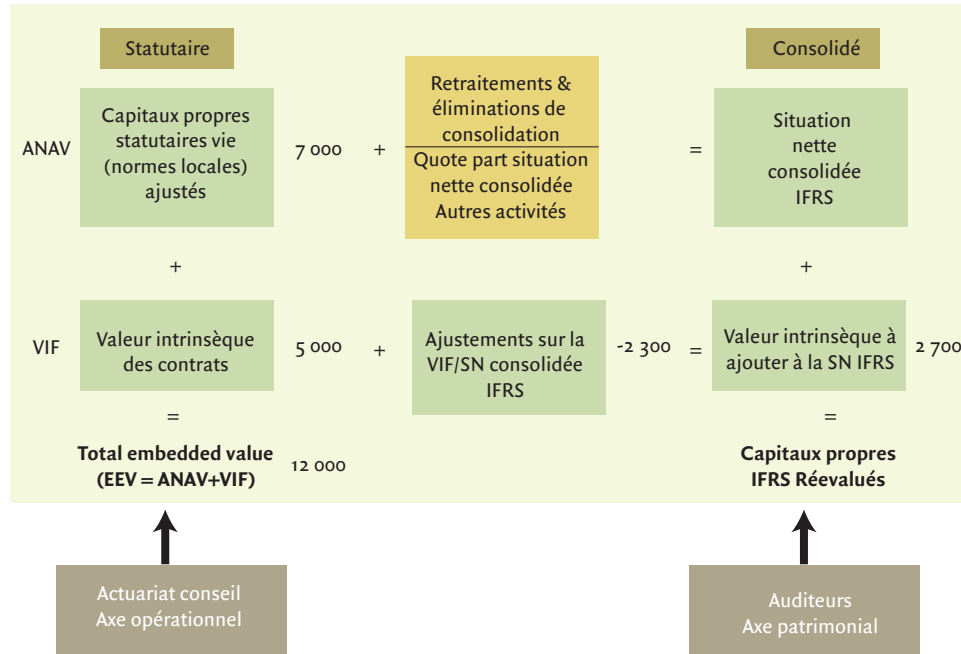
Source : CFO Forum membership. <http://www.cfoforum.nl>

## UNE MEILLEURE VISION DE LA RICHESSE PATRIMONIALE

Dans la période post-acquisition, les travaux d'affectation de la différence de première acquisition ont amené nombre de groupes à constater dans leurs bilans consolidés un actif incorporel au titre de cette valeur intrinsèque des contrats vie acquis. Cet actif, amortissable au fil de la comptabilisation des marges, est désigné sous le nom de "valeur des portefeuilles acquis" ou VOBA (Value of Business Acquired). Alors que cette valeur, dans le cadre d'une opération de croissance externe était inscrite à l'actif du bilan, de nombreuses sociétés souhaitaient faire

### 3. EMBEDDED VALUE

Deux axes d'analyse, opérationnel et patrimonial.  
(Chiffres donnés à titre d'exemple)



VIF : Value of in Force - ANAV : Adjusted net Assets Value

ce type d'estimation sur leur activité native afin d'offrir une vision plus économique et exhaustive de la valeur de leurs capitaux propres consolidés.

C'est probablement en Angleterre, et dans les pays du Commonwealth (Canada, Australie, Afrique du Sud...) que les pratiques des groupes d'assurance ont été les plus proactives sur ce thème tout en restant limitées à l'assurance vie. La profusion des approches amena en 2001 le normalisateur britannique (Association of British Insurers - ABI) à élaborer un premier cadre normé commun précisant les informations complémentaires à fournir tant sur les méthodes que les paramètres retenus et leur sensibilité [3]. La pratique des groupes d'assurance composites britanniques a été de produire un double jeu de comptes consolidés et d'annexes, audités

“La comparaison entre la valeur de marché et l'embedded value fournit une indication précieuse sur le potentiel de revalorisation d'un titre.”

par leurs commissaires aux comptes. Le premier jeu de compte présente le résultat et les fonds propres établis conformément aux règles prudentes d'évaluation du résultat distribuable (format dit du “modified statutory basis”). Le second jeu présente ces mêmes comptes intégrant dans la situation nette une évaluation de la valeur intrinsèque des contrats vie en stocks et un résultat fondé sur une évaluation à l'émission et à clôture du

résultat vie de la production de l'exercice (approche de l'achieved profit basis récemment requalifié d'european embedded value basis). Cette dernière approche est devenue l'axe principal de communication financière de ces groupes.

#### UN OUTIL MAJEUR POUR LES ANALYSTES EXTERNES

Pour un analyste externe, la valeur intrinsèque constitue un élément extracomptable, audité par des tiers, sur la réévaluation de l'actif net des sociétés étudiées. Elle fournit également une information sur la rentabilité anticipée de la production de l'exercice en cours, déclinée par pays et avec des analyses de sensibilité associées. Pour une société vie cotée, la comparaison entre la valeur de marché et l'embedded value permet, par différence, de mesurer combien de fois une année de production nouvelle

est capitalisée par le marché, et fournit une indication précieuse sur le potentiel de revalorisation d'un titre [4]. Les cabinets d'actuariat externes interviennent pour certifier la conformité de la méthode aux normes du Forum, la qualité et cohérence des paramètres retenus et résultats obtenus. À cette pratique généralisée (une lettre de certification est jointe au rapport d'*embedded value*), les groupes britanniques ajoutent l'intervention d'auditeurs externes qui contrôlent la production d'un ensemble complet de comptes et de notes bâtis selon ce référentiel (encadré 2).

Le rapport d'*embedded value* permet d'apprécier de manière détaillée la performance opérationnelle telle qu'anticipée par le management sur sa nouvelle production, et les ajustements sur anticipations antérieures. À cet axe opérationnel, s'ajoute un axe "patrimonial" puisque tous les groupes publient un pontage entre l'*embedded value* (le chiffre publié correspond au cumul des actifs nets comptables de leurs sociétés vie réévalués de la valeur intrinsèque des contrats) avec leurs capitaux propres consolidés de référence. Seuls les groupes britanniques font intervenir de manière formalisée, à ce niveau d'analyse, leurs auditeurs. Ce pontage (encadré 3) retraitera de la valeur intrinsèque des contrats des éléments de marge à venir déjà intégrés dans les capitaux propres consolidés : frais d'acquisition activés, valeurs de portefeuille déjà inscrites explicitement à l'actif du bilan en incorporels ou pris implicitement en compte dans les écarts d'acquisition, reports déficitaires

activés ou résultats latents intégrés à la situation nette figurant éventuellement dans les marges futures... Ce pontage est essentiel puisqu'il permet, au-delà du niveau absolu de l'*embedded value* et de l'analyse de sa progression, de savoir quelle est la part de cette valeur intrinsèque qui vient réévaluer la situation nette consolidée de référence (US GAAP, IFRS...).

#### UNE RÉELLE AMÉLIORATION PAR RAPPORT AUX EMBEDDED VALUE TRADITIONNELLES

Les normes du CFO Forum ont été une réponse concrète et collective aux critiques que pouvait porter la communauté financière sur le concept d'*embedded value* dans sa forme traditionnelle. L'initiative du CFO Forum a été un progrès réel, vers une convergence des publications et une plus grande transparence sur les méthodes et paramètres retenus. L'intégration du coût des options et garanties a répondu à la nécessité de compléter les approches classiques sur une zone de risque rendue cruciale par la forte volatilité des marchés depuis 2000 et quelques faillites retentissantes de sociétés vie (Equitable en Angleterre, Mannheimer Leben en Allemagne...). Certains observateurs ont critiqué le caractère insuffisamment contraignant des principes émis par le Forum, qui ont pu mener à des interprétations très différenciées. On constate, en effet, au travers des travaux de transposition 2004, de très fortes divergences résiduelles, notamment sur des paramètres aussi essentiels que le taux d'actualisation ou le niveau de

“ Les normes du CFO Forum ont été une réponse concrète et collective aux critiques que pouvait porter la communauté financière sur le concept d'*embedded value* dans sa forme traditionnelle. ”

capital requis. Ce défaut est probablement le fruit de la démarche typiquement anglo-saxonne retenue par le Forum : l'approche est peu coercitive (*apply and/or explain*), les textes peu nombreux et de taille réduite, la transparence et l'échange recherchés.

Il semble acquis que la qualité des membres du Forum, le nombre limité des intervenants externes (cabinets actuariat conseils, auditeurs), les échanges sur les pratiques et méthodes, la pression de la communauté financière, seront autant de facteurs qui devraient fortement contribuer, au sein du cadre tracé, à une convergence effective vers les meilleures pratiques et faire de cet indicateur un outil essentiel de communication financière. ■

[1] Rapport complet disponible sur le site de PriceWaterhouseCoopers "Making sense of IFRS - Analysts' perspectives on insurance reporting", mai 2005.

([www.pwcglobal.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/adaa19f6cd726aeb85256fd006b9e98](http://www.pwcglobal.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/adaa19f6cd726aeb85256fd006b9e98)). Certains aspects de l'étude ont été repris dans la présentation de l'EEV par le CFO Forum à l'IASB "Embedded Value - an educational session prepared by the CFO Forum for the Insurance Working Group", septembre 2005 ([www.iasb.org/uploaded\\_files/documents/8\\_952\\_CFOFEVIWG280905v11.ppt](http://www.iasb.org/uploaded_files/documents/8_952_CFOFEVIWG280905v11.ppt))

[2] Sur le thème de la titrisation des valeurs intrinsèques se référer à l'article de Freshfields Bruckhaus Deringer "Insurers race to realise hidden value", mars 2005.

([www.freshfields.com/practice/finance/publications/pdfs/11132.pdf](http://www.freshfields.com/practice/finance/publications/pdfs/11132.pdf))

[3] Texte (21 pages) "ABI guidance on the Achieved Profit Basis Financial Statements" accessible à l'adresse suivante

[www.abi.org.uk/Display/File/88/APM-DECEMBER\\_2001\\_-\\_FINAL\\_VERSION.doc](http://www.abi.org.uk/Display/File/88/APM-DECEMBER_2001_-_FINAL_VERSION.doc)

[4] Sur ce thème voir le très éclairant article sur la pratique des analystes financiers Canadiens de Robert Daly et Mike Lombardi publiée dans la revue *Emphasis* de Tillinghast "EV reporting comes to North America".

([www.towersperrin.com/tillinghast/publications/publications/emphasis/Emphasis\\_2002\\_1/2002041804.pdf](http://www.towersperrin.com/tillinghast/publications/publications/emphasis/Emphasis_2002_1/2002041804.pdf)).