

DRAFT

# Valorisation dans le secteur de l'assurance

Philippe TRAINAR  
Chief Risk Officer, SCOR Group

*Colloque de l'Association de Comptabilité Nationale  
2-4 juin 2010, Paris*

**SCOR**

# INTRODUCTION

---

- **La question de la valorisation au cœur des débats financiers récents**
- **La valorisation de l'assurance est particulièrement complexe : le seul secteur à avoir bénéficié d'un régime transitoire dans l'application des normes IAS**

## PLAN

- 1. Les problèmes économiques de la valorisation dans le secteur de l'assurance**
- 2. La pertinence limitée des standards comptables existants**

# 1. Les problèmes économiques de la valorisation dans le secteur de l'assurance

---

## ■ Le caractère virtuel d'une grande partie des passifs d'assurance

- ✓ Passif d'assurance = une promesse d'indemniser au cas de sinistre
- ✓ Sinistre réalisé assurance en non vie et en santé => coût de l'indemnisation
- ✓ Sinistre non encore réalisé assurance en non vie et en santé
  - Valeur nulle normalement : pas de problème tant que la valeur des engagements nés des nouveaux sinistres  $\approx$  valeur des engagements nés des sinistres passés
  - Problème dans le cas de catastrophe naturelle, technologique ou terroriste : certains standards comptables reconnaissent des provisions d'égalisation pour des sinistres non réalisés mais susceptibles d'être très coûteux
- ✓ Assurance vie = épargne avec garantie minimale et option de rachat
  - Valeur de rachat : somme des rémunérations versées et capital acquis
  - Versements prévisibles en fonction des probabilités d'exercice de l'option de rachat
  - Des valeurs convergentes en temps normal mais divergentes sinon

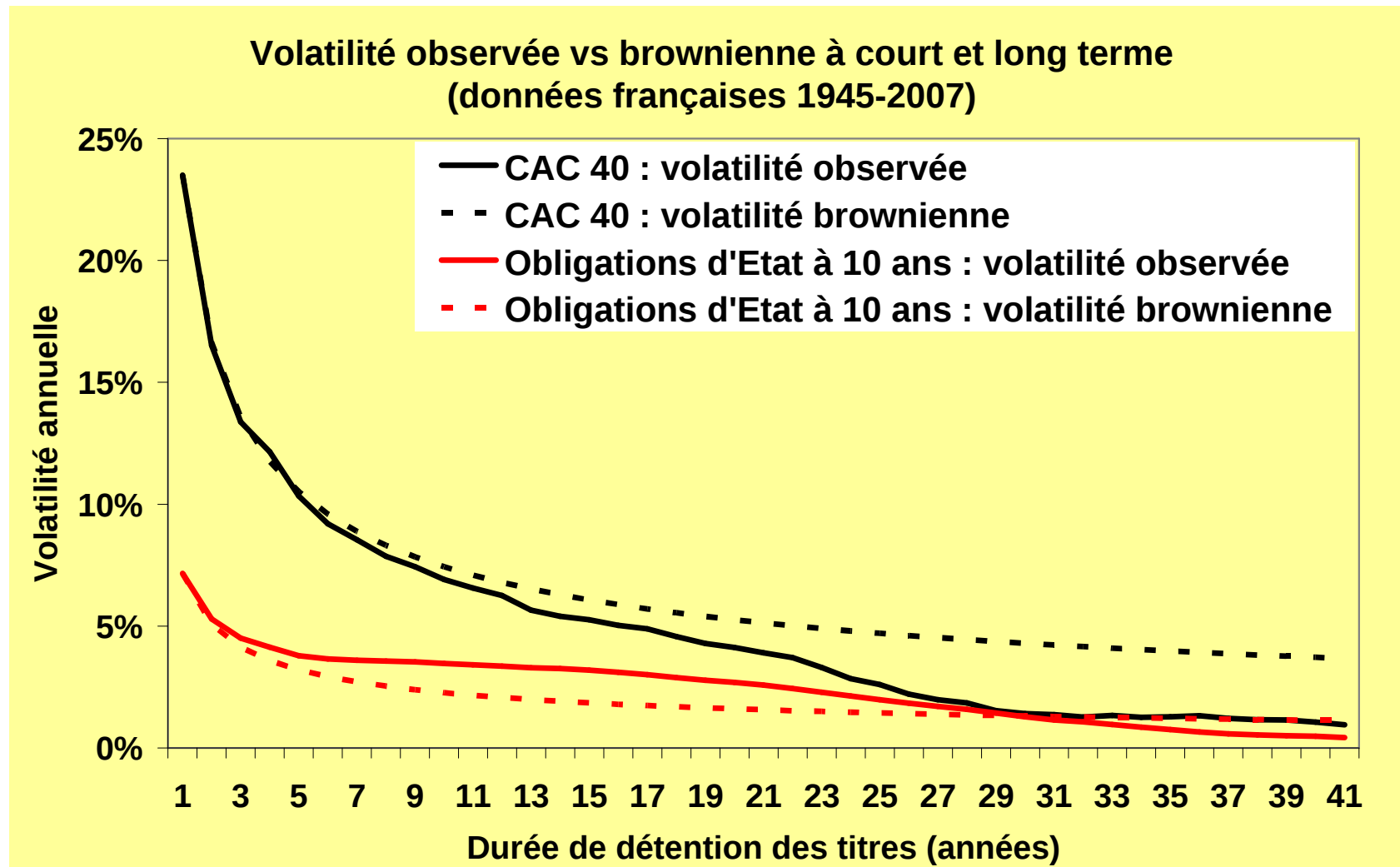
# 1. Les problèmes économiques de la valorisation dans le secteur de l'assurance

---

## ■ L'horizon de long terme d'une grande partie des passifs d'assurance

- ✓ Du fait de la viscosité des passifs d'assurance (contrairement à la banque)
- ✓ Du fait des clauses de reconduction tacite des contrats
- ✓ Du fait des engagements de long terme des assureurs
  - Complexité plus grande car dépendant d'un plus grand nombre de paramètres
  - Incertitude plus grande en raison des éventuels changements de tendance et de comportements qui sont cumulatifs et ne peuvent être modélisés aisément
  - Problème de valorisation des actifs en couverture des passifs longs :
    - o valeur historique ou de marché = mauvais « prédicteur » de la valeur future
    - o marche aléatoire, retour à la moyenne ou divergence par rapport à la moyenne (cf. graphique)
    - o pas de consensus sur un modèle

# 1. Les problèmes économiques de valorisation dans le secteur de l'assurance



# 1. Les problèmes économiques de la valorisation dans le secteur de l'assurance

---

## ■ Le caractère illiquide de la plupart des passifs d'assurance

- ✓ Pas de marché secondaire des passifs d'assurance
- ✓ La réassurance n'est pas un substitut au marché secondaire :
  - Quota-share versus excess of loss
  - 13% seulement des passifs d'assurance
  - Pas un transfert du risque mais une couverture du risque
- ✓ Risque multidimensionnel des risques longs et/ou virtuels
- ✓ Aléa moral en raison de l'asymétrie d'information au profit du souscripteur
- ✓ Régulation qui soumet à agrément lourd le transfert de portefeuille => les transferts de portefeuille sont exceptionnels
- ✓ Seul référence incontestable : la titrisation des passifs d'assurance
  - Un authentique marché secondaire des passifs d'assurance
  - Un marché toutefois encore marginal car peu liquide et peu profond (< 50 Mrds)
  - Un marché qui connaît de fortes fluctuations

# 1. Les problèmes économiques de la valorisation dans le secteur de l'assurance

---

## ■ Le caractère sub-additif des passifs d'assurance

- ✓ Passifs d'assurance = un portefeuille de risques
  - Logique de mutualisation
  - Logique de diversification
- ✓ La valeur d'un risque chez l'assureur  $<$  à sa valeur chez l'assuré
  - La mutualisation élimine le risque diversifiable chez l'assureur
  - L'assuré cède son risque à l'assureur parce qu'il n'a pas cette capacité
- ✓ Une valorisation basée sur une approche de portefeuille
  - Une valorisation plus économique
  - Une valorisation qui évite les arbitrages comptables/régulatoires
  - Une valorisation problématique dans les circonstances extrêmes où les comportements se recroisent, éliminant les bénéfices de la diversification
- ✓ La titrisation ne peut constituer une référence (spécificité de la mutualisation)

## 2. La pertinence limitée des standards comptables existants

---

### ■ L'imperfection de la comptabilité au coût historique

- ✓ Grande stabilité dans le temps
  - Appréciée par les assureurs, comme par les grands entrepreneurs
  - Appréciée par les superviseurs comme source de prudence
  - Facilite l'absorption des chocs
- ✓ Non résolution des problèmes de valorisation des passifs d'assurance
  - Diversification non prise en compte
  - Passifs virtuels traités avec la provision d'égalisation souvent arbitraire
  - Passifs et actifs longs/illiquides perdent tout lien avec la réalité économique
- ✓ Insensibilité aux news, notamment concernant l'actif
- ✓ Incitation à vendre les actifs lorsqu'ils se sont le plus appréciés, i.e. en sommet de cycle
- ✓ Sans conséquence dans l'univers Arrow-Debreu de parfaite efficience des marchés et Modigliani Miller de neutralité par rapport au financement
- ✓ Correspond à la plupart des standards locaux (local gaaps)

## 2. La pertinence limitée des standards comptables existants

---

### ■ L'imperfection de la comptabilité en juste valeur

- ✓ Grande volatilité dans le temps
  - Imputable la fluctuation des marchés
  - Amplifiée par la combinaison de passifs *mark to model* (current exit value = best estimate + risk margin + service margin) et d'actifs *mark to market*
  - Aggravée en cas de crise quand la *market value* ne reflète plus les profits futurs
- ✓ Non résolution des problèmes de valorisation des passifs d'assurance
  - Diversification prise en compte au niveau des portefeuilles homogènes seulement
  - Passifs virtuels exclus du champs des provisions et renvoyés dans le capital
  - Déconnection de l'évolution des actifs (*market value*) et des passifs (expertise)
- ✓ Hypersensibilité aux informations nouvelles, notamment concernant l'actif
- ✓ Incitation à vendre les actifs qui se déprécient, i.e. en bas de cycle, avec une conséquence procyclique et déstabilisatrice pour les marchés
- ✓ Sans problème dans l'univers Arrow-Debreu de parfaite efficience des marchés et Modigliani-Miller de neutralité du financement de l'assureur
- ✓ Ne correspond pas encore aux standards européens

## 2. La pertinence limitée des standards comptables existants

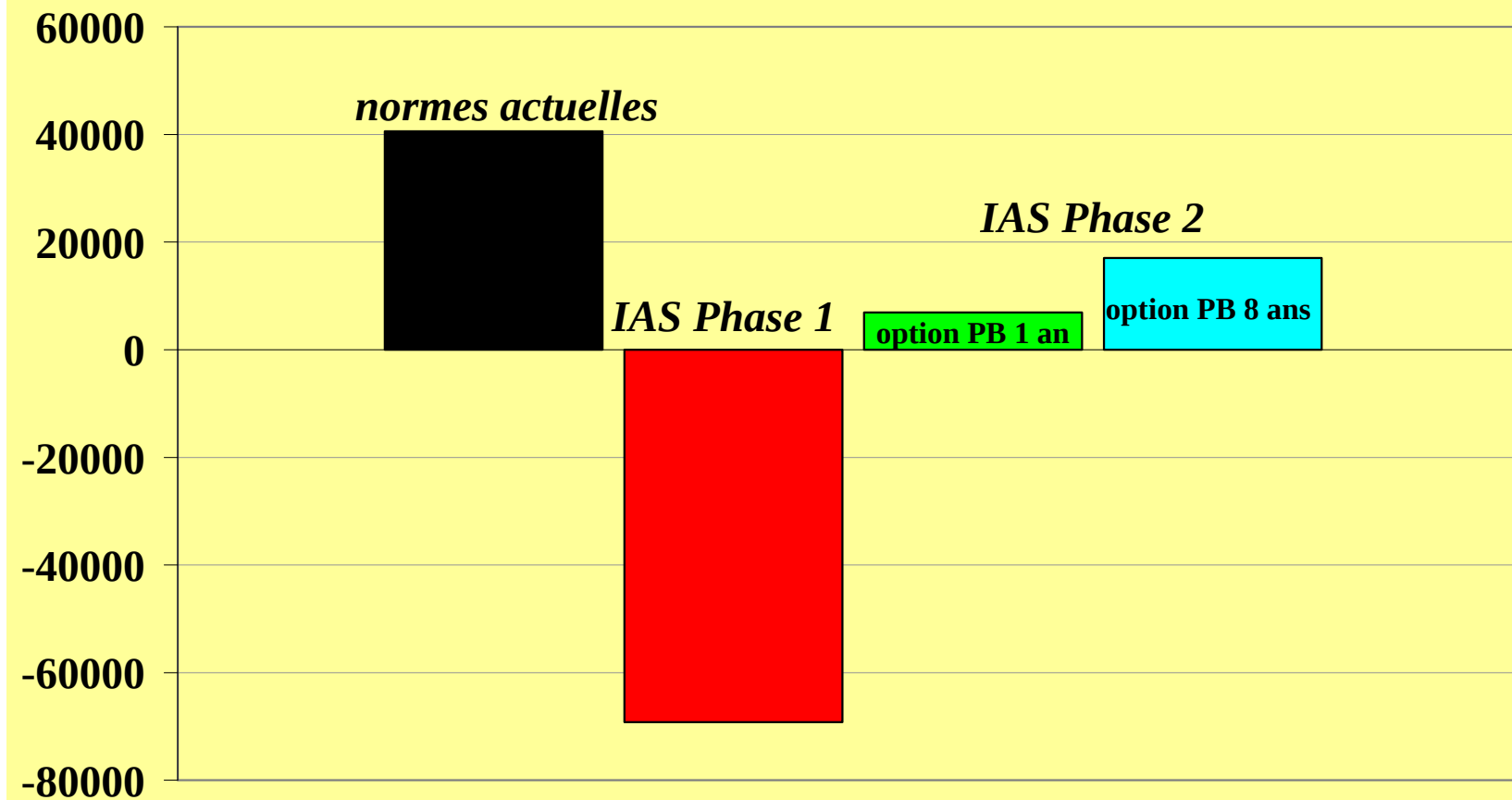
---

### ■ L'imperfection des standards hybrides

- ✓ Mixité de la plupart des standards : est-ce l'optimum ?
- ✓ Mixité des standards de coûts historiques
  - Cf. mécanisme de dépréciation durable des actifs
  - Un mécanisme relativement arbitraire avec de forts effets de seuil
  - Cumul des inefficiences des deux standards : incitation à vendre les actifs appréciés en haut de cycle puis les actifs qui se déprécient en bas de cycle
- ✓ Mixité des standards en juste valeur
  - Cf. IFRS 4 phase I : actif en *fair value* et passifs d'assurance en coût amorti
  - Une source potentielle de forte volatilité factice de l'actif net (cf. graphique)
  - Corrigée par le *shadow accounting* du mécanisme de participation aux bénéfices => une grande hétérogénéité des pratiques + ne concerne qu'une partie des actifs
- ✓ Sans problème dans l'univers Arrow-Debreu de parfaite efficacité des marchés et Modigliani-Miller de neutralité du financement de l'assureur

## 2. La pertinence limitée des standards comptables existants

Actif net en 2002 de 85% du marché vie français  
dans le cas d'une hausse des taux d'intérêt de 4%



# CONCLUSION

---

- **Pas de solution satisfaisante à tous égards**
- **Des enjeux en termes de développement économique : faut-il favoriser les entrepreneurs ou les financiers / investisseurs ?**
- **Des enjeux en termes de stabilité financière :**
  - ❑ **Si les standards de solvabilité ne corrigent pas la volatilité de la fair value, celle-ci va avoir des effets très pro-cycliques**
  - ❑ **L'incitation à vendre les actions en phase de baissière du cycle devrait dissuader les assureurs d'investir en actions**