

CREATION DE VALEUR EN ASSURANCE NON VIE : COMMENT FRANCHIR UNE NOUVELLE ETAPE ?

Boulangier Frédéric
Avanssur, Groupe AXA
163-167, Avenue Georges Clémenceau
92742 Nanterre Cedex France
Tel: +33 1 46 14 43 68 / +33 6 20 26 33 25
e-mail : frederic.boulangier@directassurance.fr

SOMMAIRE

La création de valeur est à la mode dans le secteur de l'assurance depuis le milieu des années 90. En 10 ans, des progrès importants ont été réalisés. Dans cet communication nous nous focaliserons plus particulièrement sur l'assurance non vie qui, selon nous, a encore une étape importante à franchir pour que la création de valeur devienne une réalité dans les entreprises : intégrer simplement la dynamique de l'activité dans la mesure de la performance financière et dans la prise des décisions. En effet, les approches basées sur le bénéfice économique, ou *Economic Value Added*[®], ne prennent pas en compte le flux réel des cash-flow pour l'actionnaire. Ce faisant, elles ignorent des aspects importants de l'activité tels que le paiement des frais d'acquisition la première année ou les différences de sinistralité entre générations de contrats... A l'inverse, les modèles à base de cash-flows actualisés, *Discounted Cash-Flows* (DCF), donnent, en théorie et par essence, des mesures parfaites de la valeur mais sont trop complexes à mettre en œuvre pour être effectivement utilisés dans le management quotidien d'une entreprise d'assurance.

Dans la première partie de cette communication nous faisons un diagnostic rapide de la situation et montrons les apports et les limites des approches basées soit sur le bénéfice économique soit sur des modèles DCF. Dans la deuxième partie nous proposons une réponse, le bénéfice économique « retraité ». Nous l'étudions à partir de deux exemples qui mettent en évidence, d'une part, l'importance du retraitement de la dynamique des activités dans les comptes en terme de prise de décision et, d'autre part, la relative simplicité de la mise en œuvre du bénéfice économique retraité.

MOTS CLEFS

Allocation de capital, Bénéfice économique, Bénéfice économique retraité, Capital économique, Compte de résultat retraité, Coût du capital, *Discounted Cash-Flows*, *Embedded Value*, *Economic Value Added*, *Goodwill*, Résultat net retraité, *Risk Based Capital*, Valeur (création).

INTRODUCTION

Des progrès importants ont été réalisés dans le management de la valeur en assurance. L'introduction de la notion de bénéfice économique associée aux travaux sur le capital et son coût a, en effet, permis de faire des progrès notables. De même, des modèles de calcul de la valeur à base de *Discounted Cash-Flows* ont été introduits. Nous sommes aujourd'hui arrivé à un stade où les modèles développés (par exemple les modèles stochastiques de calcul du montant de capital nécessaire à une branche d'activité qui permettent de prendre mieux en compte le risque) ont atteint un niveau de sophistication tel que les entreprises ont du mal à les mettre en œuvre. Avec ce déploiement de technique, l'objectif d'un meilleur management de la valeur est-il atteint ? Suffit-il maintenant d'améliorer les modèles existants afin de mieux rendre compte des liens entre les différents éléments des comptes ?

A notre avis non. L'objectif de cette communication est de montrer comment il est possible de faire des progrès importants facilement. L'approche que nous proposons, le bénéfice économique retraité, consiste à prendre en compte la dynamique de l'activité non vie en étudiant le flux des cash-flows réels vus de l'actionnaire et en retraitant le compte de résultat afin de traduire les coûts associés aux décalages temporels dans le résultat net. Bien que simple techniquement d'un point de vue actuariel, les progrès obtenus sont, comme le montrera les deux exemples présentés, nettement supérieur à ceux que l'on peut attendre de l'amélioration des techniques utilisées actuellement pour l'estimation du couple « capital, coût du capital ». De plus, parce que plus simples que les approches à base de *discounted cash-flows*, les entreprises pourront plus facilement se l'approprier. Notre propos n'est évidemment pas de dire qu'il ne faut pas continuer la recherche dans ces domaines passionnants mais d'aider les entreprises et les analystes financiers à avancer sur un sujet important pour notre industrie.

Dans la première partie de notre communication, nous ferons le diagnostic de la situation actuelle. Nous montrerons d'abord l'importance des progrès réalisés en repartant de la situation dans laquelle la majorité des entreprises d'assurance se trouvaient dans la première moitié des années 90. Nous nous intéresserons ensuite aux limites des approches actuelles en montrant soit leur difficulté à rendre compte de la « vraie » cadence des cash-flows pour l'actionnaire soit les difficultés auxquelles on peut être confronté lors de leur déploiement. Ces difficultés se retrouvent jusque dans la communication financière qui fait peu référence à l'*embedded value* et au *goodwill* en assurance non vie ainsi que dans la faible valorisation de ce secteur.

Dans la seconde partie nous proposons une méthode qui permet de prendre en compte la dynamique des activités non-vie et ainsi de mieux comprendre la création de valeur. Cette méthode sera décrite à partir de deux exemples qui permettent d'une part de comprendre la méthode proposée et d'autre part d'en mesurer l'apport tant du point de vue financier que dans le management opérationnelle d'une activité non vie. Le premier exemple concerne les frais d'acquisition et les commissions d'apport ; le deuxième concerne la différence de sinistralité entre les différentes générations qui constituent un portefeuille d'assurance.

L'ampleur du sujet est telle que nous resterons souvent sur des principes généraux. Les personnes intéressées par le sujet et qui souhaiteraient aller plus dans le détail pourront se reporter au livre que nous avons écrit sur le management de la valeur en assurance [Boulanger, F. & Gires, E., 2003].

CREATION DE VALEUR EN ASSURANCE, DIAGNOSTIC

Au début des années 90 le management de la valeur dans les entreprises d'assurance se limitait bien souvent à la gestion du bilan et du compte de résultat de l'entreprise. Cette tendance s'explique par le fait que la valorisation de l'entreprise est exprimée sous forme du « *Price Earning Ratio* » (ratio entre la capitalisation boursière et le bénéfice comptable). Cette approche ne rend pas compte de la rentabilité effective de l'activité en donnant une vision qui mélange présent et passé et qui ignore le futur.

Ces méthodes comptables ont donné lieu à des améliorations afin de mieux rendre compte de la performance des entreprises d'assurance. Même si ces améliorations permettent de faire la part entre présent et passé et donc de mieux comprendre la rentabilité de l'activité, les approches comptables restent impuissantes à mesurer la création de valeur :

- elles ne prennent pas en compte le coût du capital ;
- elles ignorent le décalage de temps entre le moment où on réalise les investissements nécessaires pour dégager des bénéfices futurs et le moment où on réalise effectivement ces bénéfices.

Les méthodes comptables ne permettent donc pas de prendre les bonnes, du point de vue de la création de valeur, décisions opérationnelles.

C'est pour apporter une réponse à cette situation qu'a été introduit l'*Economic Value Added*[®] ou bénéfice économique et que les méthodes et modèles d'allocation de capital se sont développés. Ces progrès ont permis de prendre mieux en compte le risque propre de chaque activité et d'améliorer les processus de prise de décision. Toutefois, s'appuyant encore sur les données comptables, elles ignorent toujours la dynamique de l'activité et ne prennent pas en compte le rythme réel des *cash-flows*.

Parallèlement, les modèles à base de cash-flows actualisés ont été utilisés. Ces modèles apportent des réponses pertinentes mais leur champ d'application reste toutefois limité aux analyses stratégiques, à l'analyse du lancement de nouvelles activités ou au rachat d'entreprise.

Les limites des approches comptables

Messieurs Hoyt et Trieschmann [Hoyt, R.E. & Trieschmann, J.S., 1991] ont voulu comparer la rentabilité « comptable » et la rentabilité des actions de sociétés d'assurance aux États-Unis. Ils définissent la rentabilité, d'une part de façon comptable, en rapportant le résultat net aux fonds propres comptables et, d'autre part, de façon financière en considérant la variation de valeur de l'action. L'analyse sur la période 1973 à 1987 ne fait ressortir aucune corrélation significative entre les deux mesures. Par ailleurs, elle met en évidence la très faible volatilité des résultats comptables, ce qui démontre clairement les pratiques comptables de lissage des résultats, notamment par le jeu des provisions techniques.

Les principales limites qui peuvent expliquer cette absence de corrélation sont :

- **Les investissements commerciaux.** Les frais d'acquisition et les commissions d'apport représentent une charge de l'exercice pour l'entreprise d'assurance. Ce principe se traduit par exemple par une détérioration des bénéfices comptables quand une entreprise décide d'investir dans un développement commercial qui, normalement, contribue à l'augmentation de la valeur de l'entreprise.
- **Exercice courant et exercices antérieurs.** Les états comptables rendent compte de ce qui s'est produit par le passé et non de ce qui peut se passer dans l'avenir. Le résultat de l'exercice intègre les bonis ou malis et les produits financiers sur les provisions pour sinistres à payer correspondant à des exercices antérieurs.

- **Les produits financiers et plus-values latentes.** Ils correspondent à des investissements passés dont les rendements ne rendent pas compte des rendements futurs que l'on peut attendre du placement des cash-flows de l'exercice courant. Par ailleurs, le principe de Fair Value (comptabilisation en valeur de marché) aboutit à d'importantes fluctuations du résultat qui ont peu à voir avec la création de valeur¹.
- **Flux comptables et flux réels.** Les produits et les charges sont comptabilisés indépendamment des flux réels de trésorerie. Par exemple, les cotisations encaissées devant couvrir des risques au cours de la période comptable suivante ne sont pas considérées comme des produits avant cette période.
- **Coût du capital.** Le résultat comptable donne une mesure absolue de la profitabilité sans référence à un objectif de rentabilité. Il ne permet donc pas de savoir si l'exercice permet de rémunérer « convenablement » le capital que l'actionnaire a investi dans l'entreprise.

Les améliorations des méthodes comptables

La plupart des inconvénients qui viennent d'être décrits peuvent faire l'objet d'améliorations.

- **Séparation entre exercice courant et exercices antérieurs.** Afin d'analyser la rentabilité d'une société ou d'une branche, il est courant de vouloir ignorer l'incidence des exercices antérieurs, en ne retenant que la charge de sinistres de l'exercice de survenance analysé et en ignorant les boni ou mali dus aux exercices antérieurs.
- **Normalisation des produits financiers.** Les produits financiers résultent d'un taux de rendement sur un montant d'actifs correspondant au montant des provisions techniques. Concernant le taux, il faut appliquer un taux de placement financier normalisé, en fonction par exemple des taux courants tels qu'ils sont observés, ou futurs tels qu'ils sont estimés et non le taux observé qui est issu du rendement d'actifs liés à des investissements passés. Concernant le montant d'actifs il faut un niveau correspondant à une activité stable. En effet, en période de développement, le montant effectif est inférieur au montant correspondant à une activité stable et, en période de décroissance, il est supérieur venant ainsi détériorer, respectivement améliorer, le résultat comptable sans que la rentabilité des opérations ne soit pour autant modifiée.
- **Flux comptable, flux réels et coût du capital.** La prise en compte des produits financiers bruts ignore le coût lié à l'immobilisation du capital. L'assureur dommages n'a pas, en général, le droit de calculer ses provisions en tenant compte des produits financiers qu'il percevra grâce au placement des actifs qui viennent en représentation des engagements techniques. Il ne peut pas, pour calculer ses provisions, actualiser ses flux de paiement futurs. Il doit attendre le règlement effectif et progressif des sinistres pour dégager ses bénéfices. C'est le coût de cette attente, qui n'est pas rémunéré. Le coût de l'immobilisation du capital sur les produits financiers pour deux cadences différentes de règlements de sinistres, respectivement 1,5 an et 4 ans de délai moyen de règlement, est respectivement de 11,2% et 26,5% (pour le détail du calcul voir [Boulanger, F. & Gires, E., 2003] page 31-32).

Malgré ces améliorations, ces approches ne permettent toujours pas de dégager une vision dynamique pour anticiper les conséquences futures des décisions actuelles, ni les risques qui leur sont liés. De plus, la mise en œuvre de ces techniques est tellement complexe que le passage aux approches financières peut simplifier l'analyse de la rentabilité. Mais, l'assureur ne peut ignorer les règles comptables qui s'imposent à lui et doivent être intégrées comme contraintes, contraintes prudentielles qui doivent être supportées par le client et rémunérées par un résultat supérieur.

Le bénéfice économique, le capital économique et le coût du capital

L'objectif du bénéfice économique est d'analyser la création de valeur au cours d'une période donnée, c'est-à-dire le bénéfice dégagé au-delà du coût du capital investi. Cette valeur créée est égale au résultat net après impôts (*RN*) duquel on soustrait la rémunération du capital qui s'exprime comme le produit du montant de capital (*A*) par le coût du capital (*CC*) :

$$\text{Bénéfice Economique} = RN - CC \quad (1)$$

L'utilisation de cet indicateur nécessite donc le calcul du coût du capital d'une part et, d'autre part, du montant de capital à allouer à une activité. La question du coût du capital a d'abord été étudiée aux USA dans les années 80 afin de calculer le juste niveau de profit pour l'assurance automobile obligatoire (pour une analyse de ces travaux voir par exemple [Boulanger, F. & Tran Van Lieu, L., 1994]). Parallèlement, des études sur le montant de capital nécessaire ont été réalisées par la « National Association of Insurance Commissioners » (NAIC) avec notamment le *Risk-Based Capital* qui repose sur le risque de ruine et qui est encore utilisé, moyennant des adaptations, par les agences de notation. Le lecteur intéressé par cette méthode pourra se reporter aux parutions officielles de la NAIC ou aux nombreux articles parus à ce sujet (voir par exemple l'article « Risk-Based Capital in General Insurance », [Hooker, N.D., Bulmer J. R. & all., 1995]). Des améliorations ont été par la suite apportées en introduisant des modèles stochastiques qui permettent d'avoir une meilleure compréhension et prise en compte des risques et de leurs interdépendances. Deux approches s'opposent toutefois :

- La première que nous qualifierons de prudentielle qui se focalise sur la probabilité de ruine et qui donne la voix de l'assuré ;
- La seconde plus financière qui repose sur la capacité à diversifier le risque par rapport aux marchés financiers et qui donne la voix de l'actionnaire.

Messieurs Borde et Prum [Borde, Ph. & Prum, F.-J., 1998] ont comparé les deux approches et montré les différences importantes qu'il y a entre les résultats obtenus. Les écarts varient d'une branche à une autre. Par exemple, en assurance Santé, le capital économique est nettement inférieur au capital prudentiel. Cette différence entre les branches est un avantage pour les groupes diversifiés qui peuvent optimiser l'allocation aux différentes branches dans le cadre de la contrainte réglementaire globale. Par exemple, une société ne faisant que de l'assurance santé sera pénalisée du fait de la marge de solvabilité réglementaire par rapport à la branche santé d'un groupe diversifié. Nous avons montré que l'opposition apparente entre le point de vue de l'actionnaire et celui de l'assuré pouvait être théoriquement résolue [Bailleul, B., Boulanger, F. & Tran Van Lieu L., 2000], même si, dans la pratique, la question est nettement plus délicate notamment pour les particuliers qui ne sont pas capables d'apprécier le risque d'insolvabilité. C'est pourquoi la réglementation et le contrôle sont aussi importants.

Alors quelle approche retenir ? Chacune a sa légitimité propre et aucune n'est supérieure à l'autre ni ne se substitue à l'autre. De plus, l'utilisation de différentes méthodes permet de réduire les difficultés liées à la plus ou moins grande robustesse des approches utilisées (approximation, estimation...). En pratique, c'est bien la confrontation des résultats obtenus qui vient alimenter la réflexion du management dans son choix d'allocation. Pour une analyse détaillée de ces questions le lecteur peut se reporter aux chapitres 2.4 et 2.5 de « Assurance et Management de la Valeur » [Boulanger, F. & Gires, E., 2003].

Ayant calculé le capital alloué à/investi dans une activité et son coût, il est possible d'utiliser le bénéfice économique. L'introduction du couple « capital investi, coût du capital » permet à l'entreprise de prendre de meilleures de décision. Par exemple, soit une entreprise qui utilise

comme critère de décision pour ses investissements le ratio résultat net après impôts sur capital investi (taux de rendement sur les capitaux investis $TRCI = RN/A$) et dont le taux de rendement sur les capitaux investis est supérieur au coût du capital (c'est-à-dire une entreprise qui crée de la valeur au sens du bénéfice économique). Elle déciderait de ne pas investir dans un projet créateur de valeur ($TRCI > CC$) dont le TRCI est inférieur à celui de l'entreprise parce que le taux de rendement après investissement serait inférieur à celui avant investissement. Inversement, soit une entreprise ayant un taux de rendement sur capitaux investis inférieur au coût du capital (c'est-à-dire une entreprise qui détruit de la valeur au sens du bénéfice économique). Elle déciderait de se développer dans certaines activités pour améliorer son rendement et ce même si celles-ci sont, elles aussi, destructrices de valeur.

En pratique, le bénéfice économique permet de mettre en évidence quatre nouveaux leviers d'amélioration de la rentabilité de l'entreprise :

- Accroître le résultat net plus que le coût du capital en investissant sur des activités dont le rendement sur capitaux investis est supérieur au coût du capital.
- Réduire le coût du capital plus que le résultat net en supprimant les investissements dont le rendement sur capitaux investis est supérieur au coût du capital.
- Rationaliser les actifs peu ou pas performants afin de réduire le coût du capital plus que le résultat net.
- Réduire le coût du capital en restructurant le capital ou en modifiant le profil des risques.

Toutefois, le bénéfice économique étant directement lié au résultat net, les limites des méthodes « comptables » se retrouvent ici et les retraitements présentés précédemment et les limites restent aussi.

La valeur ou méthodes à base de *discounted cash-flows*

La meilleure solution pour mesurer la création de valeur consiste à prendre comme outil de mesure la valeur elle-même, c'est-à-dire la somme des flux futurs pour l'actionnaire (y compris les variations des fonds propres)² actualisés au coût du capital. Cette mesure est la meilleure solution car elle est la seule à prendre en compte l'ensemble des flux et leur date de disponibilité.

La valeur d'une décision est égale à la valeur actuelle de l'ensemble des flux de trésorerie (pour l'actionnaire) induit par cette décision, y compris le capital immobilisé pour la couverture des engagements. L'analyse de sa rentabilité est analogue à celle que recommande la théorie financière pour évaluer un projet d'investissement. Tous les flux pour l'actionnaire, y compris les flux (par convention négatifs) d'investissement, sont actualisés à un taux qui tient compte du coût du capital pour l'actionnaire. Si la valeur actuelle nette de l'ensemble de ces flux est négative, la décision est jugée non rentable et doit être rejetée. Si elle est nulle, l'actionnaire est indifférent à sa mise en place. Si elle est positive, la rentabilité est jugée satisfaisante et la décision doit être prise.

Cette approche est orientée vers le futur. Le passé est ignoré, seule sa synthèse, au travers de la situation présente et des projections, est prise en compte.

Au moment où de nouvelles mesures sont envisagées, l'entreprise, qu'il s'agisse de la compagnie d'assurance, ou d'une de ses activités, a une valeur pour l'actionnaire. Cette valeur est égale à la somme des flux futurs actualisés au coût du capital si l'entreprise ne fait rien. Après application des nouvelles mesures, la série des flux futurs est modifiée. La décision est comparable à un projet d'investissement où l'investissement initial est égal à la valeur de l'entreprise avant modifications, et les flux futurs sont cette nouvelle série. En effet, les deux projets étant incompatibles, pour obtenir cette nouvelle série de flux, l'actionnaire doit

renoncer à la série de flux qu'il aurait obtenue en l'absence de modifications. Les modifications doivent être appliquées quand la valeur actuelle nette du projet, c'est-à-dire compte tenu de l'investissement initial, est positive.

Le meilleur projet est celui dont la valeur actuelle nette est la plus élevée. Un projet dont la valeur actuelle nette est positive augmente d'autant la valeur de l'entreprise. La meilleure décision est donc celle qui augmente le plus la valeur de l'entreprise. Une entreprise orientée vers la création de valeur devrait prendre ses décisions, y compris opérationnelles, selon le principe ci-dessus.

Pour un exercice donné, la rentabilité est égale à la valeur créée au cours de l'exercice, c'est-à-dire la différence en valeur actuelle entre, d'une part, la valeur de fin d'année augmentée du cash-flow disponible de l'exercice et, d'autre part, la valeur de début d'année. C'est aussi, la somme des valeurs des différentes décisions prises lors de l'exercice.

Cette approche est la meilleure d'un point de vue théorique. Toutefois, sa mise en œuvre est complexe et nécessite de faire des projections de cash-flows pour la situation actuelle et pour chacune des décisions envisagées. Cela fait qu'aujourd'hui une telle approche n'est pas mise en œuvre pour l'ensemble des décisions : elle n'est par exemple pas adaptée pour l'inspecteur commercial qui doit décider de l'allocation des budgets commerciaux.

De plus, concernant des cash-flows futurs, ce calcul repose forcément sur des hypothèses : quelle sera l'évolution de la part de marché ? Comment se comportera la concurrence ? La richesse et la variété de la réalité sont telles que chacun peut estimer, interpréter la valeur en fonction de ses désirs, de ses craintes, de ses fantasmes. Il n'existe donc pas une Valeur vraie et accessible, il n'y en a que des estimations, c'est-à-dire des valeurs. Il n'y a pas une Valeur absolue et unique, mais uniquement des valeurs relatives et individuelles. La Valeur, en tant que grandeur représentative de la rentabilité de l'entreprise, est un idéal, en pratique, inaccessible aux actionnaires, aux chefs d'entreprise, aux managers et aux salariés.

La valeur est donc un outil adapté à une analyse quantitative des différents leviers de création de valeur, à la définition de la stratégie de l'entreprise au lancement ou à l'acquisition de nouvelles activités. En revanche, il est difficile de l'utiliser pour manager l'entreprise au quotidien.

La création de valeur, dix ans après

Les entreprises d'assurance non vie ont fait des progrès importants quant à la mesure de leur performance. Avec les nouveaux outils, elles ont une meilleure compréhension des risques et de la création de valeur.

Le bénéfice économique présente l'avantage d'introduire le coût du capital et le montant de capital alloué ce qui permet de bien définir l'objectif en terme de profitabilité. Toutefois, il est limité par les insuffisances des mesures comptables qui ignorent le coût du temps et qui sont tournées vers le passé.

La valeur est par essence la meilleure approche pour rendre compte de la création de valeur d'une activité. Elle s'applique bien à des situations dans lesquelles on souhaite avoir une vision globale de l'activité afin de faire des modifications profondes : changement de stratégie, lancement d'une nouvelle activité... En revanche, du fait de sa complexité, du nombre des hypothèses elle est mal adaptée à un management opérationnel de la valeur.

En terme de résultat, ces deux approches ont des impacts limités. En effet, l'impact d'une approche est le produit de deux éléments : l'adéquation, ou la qualité, de l'approche par rapport à la question posée et l'appropriation de l'approche par l'entreprise.

Certes, l'amélioration des méthodes de calcul du capital alloué et de son coût permettra de faire mieux ce que l'ont fait déjà, ce qui est nécessaire et important, mais ces améliorations n'apporteront pas de réponses aux limites mentionnées ci-dessus et ne permettront donc pas d'améliorer l'impact.

Aujourd'hui, si nous voulons un management de la valeur qui ait un impact plus important sur les entreprises, il faut, à notre avis, chercher dans d'autres directions et proposer des solutions qui donnent une mesure plus juste de la création de valeur tout en étant simples à utiliser afin qu'elles puissent se diffuser dans l'entreprise.

LE BENEFICE ECONOMIQUE RETRAITE

Face à ce diagnostic, nous avons réfléchi à une solution qui conserve les avantages des réponses existantes tout en en gommant le plus possible les inconvénients. Suite à ce travail, nous avons développé le concept de bénéfice économique retraité qui permet de traiter, aussi simplement que possible, les questions opérationnelles : quel est le tarif commercial optimal ? l'action de fidélisation est-elle créatrice de valeur ? Son application permet d'obtenir un résultat très proche de celui que l'on obtiendrait avec l'utilisation de la valeur. C'est cette solution que nous présentons dans cette seconde partie à partir de deux exemples.

Nous allons repartir du compte de résultat d'une entreprise d'assurance non vie. De manière simplifiée, le compte de résultat peut se mettre sous la forme :

Tableau 1 : Compte de résultat simplifié

Cotisations acquises		CA
Charge de sinistres estimée définitive	-	CHSIN
Résultat technique brut	=	RT
Frais de gestion	-	FG
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	-	FA
Produits financiers	+	RF
Solde de réassurance	-	REASS
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	RAVIS
Impôts sur les sociétés	-	IS
Résultat net	=	RN

Pour mesurer la rentabilité, le compte de résultat doit être retraité afin de mieux refléter la performance économique de l'activité.

Les retraitements para-comptables préliminaires

Comme pour le calcul du bénéfice économique, il est important d'appliquer des retraitements para-comptables. Nous allons dans ce premier paragraphe les passer en revue et ajouter des compléments indispensables pour l'analyse des portefeuilles sur lesquels on observe de fortes évolutions.

i) La charge de sinistres qui apparaît dans les comptes est la charge y compris les résultats sur les exercices antérieurs. Aussi, le premier retraitement consiste-t-il à prendre pour la charge des sinistres la charge de l'exercice courant hors boni ou mali. Ce faisant, la charge de l'exercice doit correspondre à la charge ultime ou 50/50. En effet, les boni-mali correspondent à une gestion plus ou moins prudentielle et à un management du résultat ; c'est un choix des actionnaires qui ne doit pas être pris en compte dans le calcul de la rentabilité.³ Enfin, comme l'objectif est de connaître la profitabilité de l'activité, il est nécessaire de

passer à la charge ultime probable afin de retraiter le résultat de l'impact des sinistres graves de l'exercice, c'est-à-dire réduire la charge en cas de présence de tels sinistres ou l'augmenter en cas d'absence.⁴

En cas de portefeuilles dont l'ancienneté moyenne varie, il est nécessaire de corriger la charge observée afin de tenir compte des différences de sinistralité en fonction de l'ancienneté des contrats. En effet, un portefeuille qui vieillit voit sa sinistralité réduire et donc son résultat net augmenter, mais cette amélioration du résultat net n'est pas due à une meilleure rentabilité de l'activité mais au fait que l'entreprise réalise une partie de la valeur de son portefeuille.

ii) Les frais généraux ne nécessitent pas de retraitement particulier. Il est toutefois important de s'assurer qu'ils ne sont pas impactés par des investissements exceptionnels ne correspondant pas à l'exploitation « normale » (gestion, maintenance, évolution) ou bien qu'ils ne sont pas anormalement bas du fait d'un sous investissement chronique qui fait que l'exploitation n'est pas durable ainsi. Dans notre exemple nous avons pris un montant fixe (2 unités) plus un pourcentage (8%) des cotisations acquises (par exemple les frais liés à l'encaissement / décaissement).⁵

iii) Les frais d'acquisition nets de la variation des frais d'acquisition reportés correspondent aux frais engagés par l'entreprise pour générer la part de cotisations acquises correspondant aux affaires nouvelles de l'exercice. En cas d'un portefeuille en run-off cette charge est nulle ce qui se traduit par une forte augmentation du résultat net ; en cas de forte croissance de l'activité cette charge est importante ce qui peut se traduire par des pertes. Cela veut-il dire qu'il faille mettre toutes les sociétés en run-off ! Non, c'est pourquoi, afin d'avoir une vision de la rentabilité, il faut prendre les frais qui permettent de maintenir la taille de l'activité : pas d'investissement supplémentaire, pas de réalisation de la valeur du portefeuille. Dans notre exemple, nous avons retenu un montant correspondant à 7,5 unités des cotisations acquises.

iv) Les produits financiers doivent être, eux aussi, retraités. Le montant à prendre doit être calculé par application d'un taux standard aux capitaux immobilisés augmentés des provisions techniques et diminués du besoin en fond de roulement. Le taux de produits financiers et le montant de capital immobilisé retenus doivent être cohérents avec le coût du capital et correspondre au rendement moyen d'un portefeuille présentant le risque rémunéré dans le coût du capital (4,5% dans notre exemple, soit le taux sans risque plus un point). Les capitaux immobilisés correspondent au capital économique de l'activité étudiée. Dans notre exemple nous avons pris les fonds propres réglementaires augmentés de 100%, soit 32% des cotisations acquises. Les provisions techniques se décomposent en provisions pour primes non acquises (PNAP) et provisions pour sinistres à payer (PSAP). Comme pour les frais d'acquisitions, les provisions techniques doivent correspondre à un portefeuille stable. En effet, en période de croissance, le montant de provisions rapporté aux cotisations acquises est faible et, inversement, en période de décroissance, le ratio est élevé, et ce tant pour les PNAP que pour les PSAP. Concernant les PNAP, le calcul se fait sur la base du taux de report observé sur le portefeuille (25% pour notre exemple) et des cotisations acquises. Concernant les PSAP, il convient de prendre des provisions calculées sur la base de la charge probable définitive (50/50)⁶. Le montant de PSAP doit être calculé sur la base de la cadence des règlements de l'activité et peut s'exprimer comme un pourcentage de la charge de sinistres probable définitive (120% dans notre exemple). Enfin, le besoin en fond de roulement s'exprime souvent en fonction des cotisations acquises dans la mesure où encaissement et décaissement sont plus ou moins directement liés aux cotisations acquises (15% dans notre exemple). Les produits financiers pris en considération dans le compte retraité s'expriment

donc comme un pourcentage des cotisations acquises plus un pourcentage de la charge des sinistres. Nous avons la relation suivante :

$$RF = TX1RF \times CA + TX2RF \times CHSIN \quad (2)$$

Soit dans notre exemple :

$$RF = 1,89\% \times CA + 5,40\% \times CHSIN \quad (2')$$

v) Le solde de réassurance est, comme pour les sinistres, tous exercices et encore plus dépendant des sinistralités particulières de l'année dans la mesure où la réassurance s'applique par essence sur une classe de sinistres exceptionnels et pour lesquels la loi des grands nombres ne s'applique pas (sinistres graves, catastrophes naturelles). Il convient donc de prendre l'espérance du solde de réassurance qui, de manière simplifiée, peut-être considéré comme proportionnel aux cotisations cédées et donc aux cotisations acquises. Dans notre exemple nous avons pris un solde égal à 1,5% des cotisations acquises. Pour certaines études, il peut être nécessaire de prendre une modélisation plus détaillée.

vi) L'impôt sur les sociétés diffère bien souvent du taux normal. Cette différence est par exemple due à l'utilisation de reports déficitaires. Pour analyser la rentabilité, il ne faut pas tenir compte de ces effets et prendre le taux normal, soit dans notre exemple 33,33%.

Sur la base de ces hypothèses, nous avons le compte de résultat après retraitement para-comptable suivant :

Tableau 2 : Compte de résultat après retraitement para-comptable, exemple

Cotisations acquises		100,0
Charge de sinistres estimée définitive	-	81,0
Résultat technique brut	=	19,0
Frais de gestion	-	10,0
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	-	7,5
Produits financiers	+	6,3
Solde de réassurance	-	1,5
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	6,3
Impôts sur les sociétés	-	2,1
Résultat net retraité	=	4,2

Le ratio combiné brut de réassurance est de 98,5%. Notons que dans le cas d'une activité stable le compte de résultat ci-dessus est identique ou très proche du compte de résultat comptable.

La question que se pose le manager est de savoir si une telle activité est créatrice de valeur. Une réponse consiste à calculer le bénéfice économique correspondant à ce compte de résultat retraité, c'est-à-dire le résultat net retraité diminué du coût du capital (montant de capital alloué à l'activité, 32% des cotisations acquises, multiplié par le coût du capital) et à regarder si le résultat est positif. Sur la base d'un coût du capital de 12%, nous obtenons un bénéfice économique retraité égal à +0,3 (soit 1,1% du capital alloué) ; l'activité dégage donc une rémunération supérieure au coût du capital, elle crée donc de la valeur.⁷

Avec les retraitements faits dans ce paragraphe nous avons commencé à aborder l'aspect dynamique en insistant sur la nécessité de prendre en compte dans le retraitement la variation de la taille du portefeuille.⁸ Toutefois, le compte ci-dessus fait encore la moyenne entre les différentes générations de contrats du portefeuille alors que leurs rentabilités respectives peuvent varier fortement. Le compte ci-dessus continue donc d'ignorer la dimension temps,

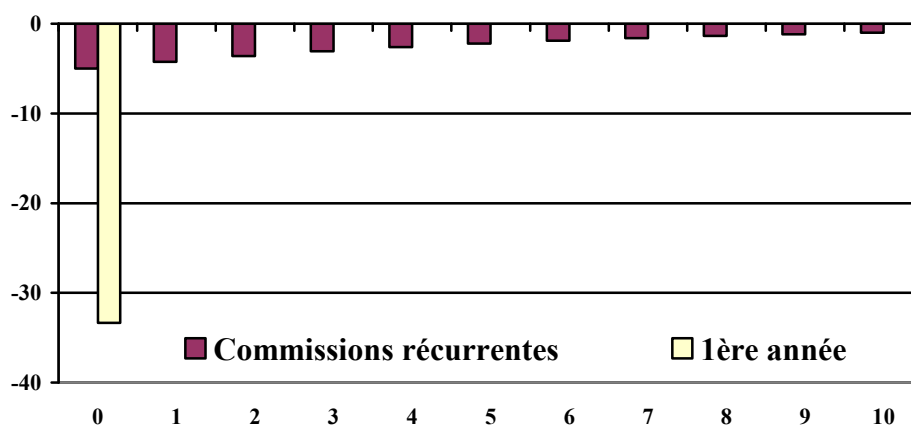
la dynamique d'une activité d'assurance. Ce faisant, le bénéfice économique qui lui est associé ne donne pas une vision juste de la création de valeur.

Les retraitements liés à la dynamique de l'activité : les frais d'acquisition

Dans les faits, le compte de résultat du tableau 2 ci-dessus peut correspondre à deux situations différentes. La première correspond à un mode de distribution par un réseau rémunéré une commission dont le taux est fixe sur la durée de vie des contrats. La seconde correspond à un mode de distribution où les frais d'acquisition sont payés l'année où le contrat entre en portefeuille (par exemple la distribution directe où via des intermédiaires qui perçoit une commission d'apport). Dans le premier cas, le montant des frais d'acquisition, et donc le résultat, ne varie pas dans le temps. Dans le second cas, la première année de vie du contrat, le résultat est inférieur à celui observé dans le compte de résultat du tableau 2 (moyen des générations) ; les années suivantes le résultat est supérieur. Cela signifie que, dans le second cas, l'actionnaire accepte de faire un investissement la première année afin d'avoir les résultats des années suivantes. L'activité rémunère-t-elle cet investissement ? Comment peut-on prendre en compte cette réalité de manière simple ?

Si nous comparons les deux situations nous avons, du point de vue de l'actionnaire, deux séries de cash-flows différentes :

Graphique 1 : Comparaison des cash-flows liés aux frais d'acquisition pour deux modes de distribution différents



Dans le cas de commissions récurrentes la charge (cash-flow négatif) décroît d'année en année du fait de la baisse de la probabilité de survie d'un contrat en portefeuille elle démarre à 5 (7,5 diminué de l'impôt sur les sociétés de 33,33%). Dans le cas de frais d'acquisition supportés en totalité la première année nous avons un cash-flow négatif l'année 0 puis rien les années suivantes. Pour calculer ce cash-flow de première année, il faut calculer les frais d'acquisition de première année en fonction des frais d'acquisition observés dans les comptes. Nous avons la relation suivante :

$$FA = \frac{FA_0}{\sum_{i=0}^{\infty} p_i} \quad (3)$$

où FA sont les frais d'acquisition observés dans les comptes

FA_0 sont les frais d'acquisitions de première année

p_i est la probabilité qu'un client soit encore présent l'année i .

Dans notre exemple, le taux de chute des contrats est de 15% par an. Les frais d'acquisition de premières sont donc amortis en 6,67 ans, durée de vie moyenne d'un contrat, d'où un montant de première année de 50 ; soit un cash-flow de première année de -33,33 après impôt sur les sociétés.

Par définition (équation 3), la somme des cash-flows de la première situation est égale à la somme des cash-flows de la seconde. En revanche, les coûts pour l'actionnaire sont différents du fait de la valeur temps. Si on actualise les deux séries de cash-flows au coût du capital nous obtenons dans le premier cas -20,7 et dans le second -33,33.

Pour tenir compte de l'avance faite par l'actionnaire des coûts d'acquisition il faut retraiter la charge liée aux frais d'acquisition FA dans le compte de résultat. En effet, pour que les deux situations soient équivalentes pour l'actionnaire, il faut dans le second cas majorer la charge observée dans le compte d'exploitation afin que les deux valeurs actuelles soit identique. Plus précisément, on calcule un équivalent annuel de frais d'acquisition tel que sa valeur actuelle probable actualisée au coût du capital soit égale au coût d'acquisition de première année.

$$FA_0 = \sum_{i=0}^{\infty} FA_{\text{retraités}} \frac{P_i}{(1+CC)^i} \quad (4)$$

Ce calcul revient à augmenter les frais d'acquisition réels. En effet, au lieu de diviser le coût d'acquisition par l'espérance de vie du contrat, on prend la valeur actuelle au coût du capital de la durée de vie.

$$\frac{FA_{\text{retraités}}}{FA} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{P_i}{(1+CC)^i} \Big/ \sum_{i=0}^{\infty} P_i \quad (5)^9$$

Dans notre exemple la majoration doit être égale à $33,33/20,7-1$ soit 60,7%. Si nous appliquons cette majoration aux frais d'acquisition du compte de résultat retraité ci-dessus, nous obtenons un nouveau compte de résultat qui intègre la dimension dynamique de l'activité :

Tableau 3 : Compte de résultat après retraitement des frais d'acquisition
(les montants en gras sont les montants retraités)

Cotisations acquises		100,0
Charge de sinistres estimée définitive	-	81,0
Résultat technique brut	=	19,0
Frais de gestion	-	10,0
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	-	12,1
Produits financiers	+	6,3
Solde de réassurance	-	1,5
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	1,7
Impôts sur les sociétés	-	0,6
Résultat net retraité	=	1,1

Le résultat net retraité lorsque l'on intègre la dynamique lié aux frais d'acquisition passe de 4,2 à 1,1 et le nouveau bénéfice économique retraité est égal à -2,7 (soit -8,4% du capital immobilisé). En intégrant la dynamique liée aux frais d'acquisition à l'analyse de la rentabilité, on se rend compte que l'activité est fortement destructrice de valeur et non pas créatrice de valeur comme les comptes pouvaient le laisser penser. L'erreur commise en ignorant cette dynamique de l'activité et en ne regardant que les résultats comptables change radicalement l'appréciation. Pour revenir à une situation créatrice de valeur, c'est-à-dire un

bénéfice économique positif, et en supposant qu'il n'y a pas d'élasticité aux prix, il faudrait majorer les cotisations de 5,3%. Dans ce cas, le compte de résultat serait :

Tableau 4 : Compte de résultat après majoration des tarifs pour que l'activité soit créatrice de valeur en prenant en compte le retraitement des FA

Vision		Dyna.	Statique
Cotisations acquises		105,3	105,3
Charge de sinistres estimée définitive	–	81,0	81,0
Résultat technique brut	=	24,3	24,3
Frais de gestion	–	10,4	10,4
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	–	12,1	7,5
Produits financiers	+	6,4	6,4
Solde de réassurance	–	1,6	1,6
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	6,6	11,1
Impôts sur les sociétés	–	2,2	3,7
Résultat net	=	4,4	7,4

Le nouveau compte de résultat avec retraitement des frais d'acquisition permet de vérifier qu'à ce niveau de prix l'activité est de nouveau créatrice de valeur (vision dynamique). Si maintenant, on revient au compte de résultat sans retraitement (vision statique qui correspond à la mesure comptable), la rentabilité apparente semble importante puisque le résultat net rapporté au capital immobilisé (TRCI) est de 22% soit un taux nettement supérieur au coût du capital. De même, le ratio combiné de l'activité est de 94,0%, soit 4,5 points de moins que celui avant l'augmentation des tarifs.

Si nous revenons à la comparaison des deux modèles de distribution (commissions récurrentes versées à un intermédiaire ou frais d'acquisition payés la première année) il faudrait en réalité faire le retraitement dans les deux cas. En effet, les frais d'acquisition sont toujours supportés la première année mais pas par le même acteur. Dans le cas de commissions, c'est l'intermédiaire qui fait l'investissement, dans l'autre c'est l'entreprise d'assurance. Dans le premier cas, c'est l'intermédiaire qui doit rémunérer l'investissement via une augmentation de ses commissions, dans le second cas, c'est l'entreprise d'assurance qui doit rémunérer son investissement via une augmentation de son résultat. Dans les deux cas il faut majorer le tarif soit pour pouvoir augmenter les commissions (compte de résultat de gauche du tableau 4) tout en continuant de créer de la valeur soit pour augmenter le résultat net (compte de résultat de droite du tableau 4). Les deux solutions sont équivalentes du point de vue de l'actionnaire qui rémunère son capital de manière satisfaisante. Ce faisant, nous venons de démontrer qu'il est normal, d'un point de vue purement financier, d'avoir un ratio combiné plus élevé lorsque l'on fait de la distribution avec des réseaux qui financent les frais d'acquisitions et qui sont rémunérés par des commissions récurrentes (98,3% dans notre exemple) que lorsque l'entreprise supporte directement les frais d'acquisition (94% dans notre exemple). Vouloir avoir le même ratio conduirait à nier les différences et donc à pénaliser :

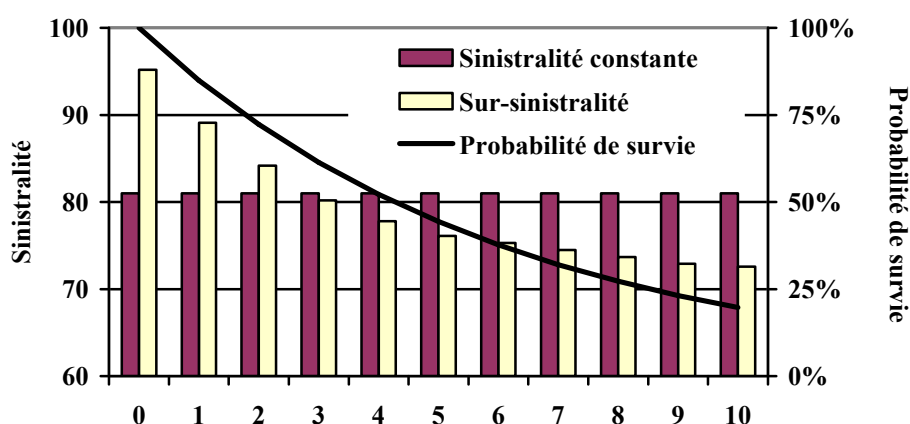
- la distribution intermédiée en voulant réduire les commissions et donc la capacité des intermédiaires à investir dans le développement¹⁰,
- la distribution directe (marketing direct mais aussi la distribution par des salariés de l'entreprise) en redistribuant le profit aux clients au détriment de l'actionnaire qui voit la valeur de son actif diminuer.

Les retraitements liés à la dynamique de l'activité : la sur-sinistralité des contrats récents

Un deuxième élément important à prendre en compte dans l'analyse d'une activité d'assurance non-vie est la sur-sinistralité des contrats les plus récents par rapport au portefeuille moyen et, corollaire, la plus faible sinistralité des contrats les plus anciens. Dans cette situation, le résultat des générations récentes est inférieur à celui observé dans le compte de résultat toutes générations confondues (tableau 2) et le résultat des générations anciennes supérieur. Cela signifie que l'actionnaire accepte de faire un investissement les premières années afin d'avoir les résultats des années suivantes ; dynamique qui n'apparaît pas directement à la lecture des comptes. Comme pour les frais d'acquisition, l'activité rémunère-t-elle cet investissement ? Comment peut-on prendre en compte cette réalité de manière simple ?

Si nous comparons deux situations : charge de sinistres constante tout au long de la vie d'une génération d'une part, et charge de sinistres qui baisse avec l'ancienneté de la génération et prenant une moyenne identique, d'autre part, nous avons, du point de vue de l'actionnaire, deux séries de cash-flows différentes :

Graphique 2 : Comparaison des cash-flows liés à deux répartition de sinistralité



Si, en moyenne, les séries sont équivalentes :

$$\bar{S} = \frac{1}{\sum_{i=0}^{\infty} p_i} \sum_{i=0}^{\infty} p_i S_i \quad (7)$$

où p_i est la probabilité d'être encore en portefeuille la $i^{\text{ème}}$ année ;

S_i est la charge sinistre d'un contrat la $i^{\text{ème}}$ année

Lorsque l'on prend en compte le coût du capital, c'est-à-dire lorsque l'on calcule la valeur moyenne actualisée des charges de sinistres :

$$\frac{1}{\sum_{i=0}^{\infty} p_i \frac{1}{(1+CC)^i}} \sum_{i=0}^{\infty} p_i \frac{1}{(1+CC)^i} S_i \quad (8)$$

Les séries ne sont plus équivalentes : la valeur moyenne actualisée dans le premier cas (81 dans notre exemple) est inférieure à celle calculée dans le second cas (84,3).

Pour analyser la rentabilité de l'activité et prendre en compte le coût du capital, il faut majorer la charge de sinistres observée :

$$\bar{S}_{\text{corrigé}} = \frac{\sum_{i=0}^{\infty} p_i \frac{S_i}{(1+CC)^i}}{\sum_{i=0}^{\infty} p_i \frac{1}{(1+CC)^i}} \quad (9)$$

Dans notre exemple nous obtenons une majoration de 4,1% (84,3/81-1).

Le retraitement ne s'arrête toutefois pas là. En effet, l'augmentation apparente de la charge des sinistres doit se traduire par une augmentation proportionnelle des provisions pour sinistres à payer et donc du montant des produits financiers associés. Une étude précise, nécessiterait d'analyser l'impact de ce retraitement sur les autres lignes du compte de résultat. En effet, la majoration a vraisemblablement un effet sur les frais de gestion dans la mesure où les frais de gestions des sinistres devraient être plus importants les premières années. Inversement, le solde de réassurance devrait s'améliorer dans la mesure où on doit transférer plus de charge au réassureur les premières années. Toutefois, ces deux éléments sont du second ordre et se compensent pour partie. Aussi, ne pas les prendre en compte ne change pas, sauf cas particuliers, la conclusion et l'ordre de grandeur des résultats.

Si nous appliquons ces correctifs au compte de résultat du tableau 2, nous obtenons :

Tableau 5 : Compte de résultat après retraitement pour sur-sinistralité

Vision		Statique	Dyna.
Cotisations acquises		100,0	100,0
Charge de sinistres estimée définitive	-	81,0	84,3
Résultat technique brut	=	19,0	15,7
Frais de gestion	-	10,0	10,0
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	-	7,5	7,5
Produits financiers	+	6,3	6,4
Solde de réassurance	-	1,5	1,5
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	6,3	3,1
Impôts sur les sociétés	-	2,1	1,0
Résultat net	=	4,2	2,1

Le résultat net passe de 4,2 dans la vision statique à 2,1 en intégrant la dynamique de l'activité et le nouveau bénéfice économique retraité est égal à -1,8 (soit -5,4% du capital immobilisé). En intégrant la dynamique lié à la sur-sinistralité des contrats récents à l'analyse de la rentabilité, on se rend compte que l'activité est destructrice de valeur et non pas créatrice de valeur comme les comptes pouvaient le laisser penser. L'erreur commise en ignorant cette dimension de l'activité et en ne regardant que les résultats comptables change l'appréciation. Pour revenir à une situation créatrice de valeur, c'est-à-dire à un bénéfice économique retraité positif et en supposant qu'il n'y a pas d'élasticité aux prix, il faudrait majorer les cotisations de 3,6%. En effet, après majoration, le compte de résultat retraité serait :

Tableau 6 : Compte de résultat avec majoration des tarifs pour que l'activité soit créatrice de valeur en prenant en compte la sur-sinistralité

Vision		Dyna.	Statique
Cotisations acquises		103,6	103,6
Charge de sinistres estimée définitive	–	84,3	81,0
Résultat technique brut	=	19,3	22,6
Frais de gestion	–	10,3	10,3
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	–	7,5	7,5
Produits financiers	+	6,5	6,3
Solde de réassurance	–	1,6	1,6
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	6,5	9,6
Impôts sur les sociétés	–	2,2	3,2
Résultat net	=	4,3	6,4

Le nouveau compte de résultat dynamique après majoration des tarifs avec retraitement de la sur-sinistralité permet de vérifier qu'à ce niveau de prix l'activité est de nouveau créatrice de valeur (bénéfice économique retraité positif). Si maintenant, on revient au compte de résultat sans retraitement, la rentabilité apparente semble importante puisque le résultat net rapporté au capital immobilisé (TRCI) est de 19,4% soit un taux nettement supérieur au coût du capital (12%). De même, le ratio combiné de l'activité est de 95,3%, soit 3,2 points de moins que celui avant l'augmentation des tarifs.

Le bénéfice économique retraité : conclusion

Le bénéfice économique retraité est le complément nécessaire à la valeur. Il permet, simplement et successivement, de prendre en compte la dynamique de l'activité en modifiant le compte de résultat par l'introduction des coûts pour l'actionnaire liés à des décalages de cash-flow dans le temps et qui n'apparaissent pas directement dans le compte de résultat comptable. Une fois ces coûts réintégrés dans le résultat net, il suffit alors de retrancher le coût du capital immobilisé pour avoir une bonne mesure de la création de valeur. En cela, le bénéfice économique retraité est de même nature que la valeur¹¹ tout en étant beaucoup plus simple à mettre en œuvre :

- 3 « petites » équations par retraitement,
- pas de modèle de cash-flow global à développer en gérant les générations,
- pas de projection des résultats de chacune des générations,
- pas de valeur terminale à calculer,
- tableur de moins de 100Ko contre plusieurs Mo,
- ...

La méthode mise en œuvre sur les deux exemples ci-dessus s'applique de la même manière à tous les postes du compte. Par exemple, il faut retraiter les produits financiers afin de tenir compte du décalage entre le moment où la provision est constituée et le moment où l'actionnaire touchera effectivement les produits financiers liés au placement de ces provisions. Dans la pratique, il faut traiter successivement tous les postes et les intégrer dans un unique compte :

Tableau 7 : Comptes de résultat statique et dynamique avant et après majoration

Vision		Avant majoration		Après majoration	
		Statique	Dyna.	Dyna.	Statique
Cotisations acquises		100,0	100,0	108,9	108,9
Charge de sinistres estimée définitive	–	81,0	84,3	84,3	81,0
Résultat technique brut	=	19,0	15,7	24,6	27,9
Frais de gestion	–	10,0	10,0	10,7	10,7
Frais d'acquisition net de la variation des FAR	–	7,5	12,1	12,1	7,5
Produits financiers	+	6,3	6,4	6,6	6,4
Solde de réassurance	–	1,5	1,5	1,6	1,6
Résultat avant impôts sur les sociétés	=	6,3	-1,4	6,8	14,5
Impôts sur les sociétés	–	2,1	-0,5	2,3	4,8
Résultat net	=	4,2	-1,0	4,5	9,7

Les exemples ci-dessus, dont les hypothèses correspondent à des réalités observés dans différents secteurs d'activité, montrent qu'il n'est pas possible de faire l'impasse sur le passage d'une approche statique et non financière à une approche dynamique qui intègre le coût du capital pour analyser la création de valeur. En effet, pour atteindre effectivement la rentabilité attendue par l'actionnaire il faut augmenter le tarif correspondant à une analyse statique de manière importante si on cumule les différents effets. Ces retraitements peuvent paraître compliqués, mais cela reste plus simple que de mettre en œuvre un modèle de cash-flows et c'est le minimum pour avoir une analyse correcte de la rentabilité réelle de l'activité : il faut être simple sans être simpliste.

Cette approche est nécessaire, toutefois la tentation normale pour une entreprise d'assurance qui aurait de tels résultats (27,7% de rendement sur les capitaux immobilisés, tableau 7) serait de faire un arbitrage entre cette profitabilité et son développement. Les prix baisseraient et de créatrice de valeur l'entreprise redeviendrait destructrice de valeur, et ce tout en conservant un résultat comptable nettement supérieur au coût du capital. Les commerciaux sont mêmes, dans certains cas, confortés dans leur analyse par les financiers pour qui un tel rendement n'est pas tenable sur le long terme du fait du principe de convergence de la rentabilité vers le coût du capital. C'est ce type de comportement qui fait que créer de la valeur dans les entreprises d'assurance non vie est aujourd'hui encore difficile !

On peut avoir une autre lecture des comptes du tableau 7. L'augmentation du résultat résultant de la modification du tarif correspond à la rémunération des investissements que l'actionnaire a supportés pour créer le portefeuille. Ce n'est donc pas le taux de rendement qui augmente, c'est la valeur de l'actif à rémunérer qui augmente. Dans notre exemple, la rentabilité obtenue est bien de 12% si l'on considère que les capitaux immobilisés sont de 73,9% des cotisations acquises, montant qui intègre, au-delà de la valeur des fonds propres effectivement immobilisés (32,0% des cotisations), la valeur présente des investissements passés qui ont été nécessaires à la constitution du portefeuille (41,9% des cotisations). Cette valeur du portefeuille correspond aussi aux coûts qu'un nouvel entrant devrait investir pour se constituer un tel portefeuille : c'est une barrière à l'entrée qui justifie la sur-rémunération apparente. C'est aussi la valeur de l'*embed value* (valeur actuelle des résultats futurs si on résilie l'ensemble du portefeuille) plus la valeur du *goodwill* (valeur liée au renouvellement normal des contrats en portefeuille) de l'activité. Cette lecture permet ainsi de mieux expliquer le niveau d'exigence en terme de rentabilité et de valoriser le travail passé à travers la valeur du portefeuille. Cette vision, si elle se répand, devrait pousser les entreprises d'assurance non vie à plus de vertu et ainsi permettre une meilleure valorisation de ces activités.

Enfin, le bénéfice économique retraité est un outil opérationnel de management de la valeur car il permet de prendre facilement des décisions dans la gestion au quotidien de l'entreprise. Par exemple, en introduisant une fonction d'élasticité aux prix et en segmentant plus finement les frais de gestions, il est possible de déterminer le tarif commercial optimal qui permet de résoudre le dilemme permanent qui oppose trop souvent les techniciens et les commerciaux en objectivant les débats. De même, il permet de calculer la rentabilité des actions de fidélisation, ou encore d'améliorer le management des réseaux de distribution. De manière générale il permet de prendre des décisions sur l'ensemble des sujets qui ont un impact sur le compte de résultat et oblige les décideurs à formaliser les mécanismes sous-jacents à leur choix.

CONCLUSION

Lorsque nous regardons où les entreprises d'assurances en étaient dans l'analyse de leur rentabilité et où nous en sommes, les progrès faits sont évidents. Lorsque nous regardons où les entreprises en sont et où elles pourraient être, le chemin qui reste à parcourir est grand. Et ce d'autant plus qu'il s'agit plus aujourd'hui d'une évolution de place et pas seulement de quelques entreprises à l'avant-garde.

Pour avancer, deux pièges doivent être évités : proposer des solutions techniquement bonnes mais que les entreprises n'arrivent pas à s'approprier ; proposer des solutions simplistes que les entreprises pourront facilement utiliser mais qui représenteront mal la rentabilité réelle de leurs activités.

Entre le bénéfice économique trop simpliste pour représenter l'activité d'assurance et la valeur trop complexe pour être mise en œuvre et acceptée par tous, nous proposons une solution intermédiaire : le bénéfice économique retraité.

Ses forces sont, à notre avis :

- de donner des résultats conformes à ceux que l'on obtient en appliquant les modèles de valeur ;
- de capitaliser sur les progrès déjà réalisés et sur l'acceptation quasi générale de la notion de bénéfice économique ;
- de traiter un à un les différents sujets tout en intégrant les résultats dans une forme unique et déjà connue de tous : le compte de résultat ;
- de ne pas être holistique mais adaptable à chaque sujet traité.

Cette adéquation de l'outil de mesure par rapport à la création de valeur, la proximité par rapport à des notions utilisées et la relative simplicité de mise en œuvre font que cet outil peut avoir un impact fort sur le management des entreprises. Les enjeux sont d'arriver à les faire connaître puis accepter afin qu'il soit utilisé dans tous les domaines y compris le commercial, le marketing, l'animation des réseaux... En effet, bien que plus simple, l'introduction de la dynamique de l'activité nécessite des complexifications ; parce que nouveau, il va déranger les pratiques. Il y a un vrai travail de pédagogie à accomplir. Les actuaires ont dans ce domaine un vrai rôle à jouer et une responsabilité à assumer. Cela nécessitera aussi sans doute un changement de position et d'attitude de notre part. Mais, dans ce domaine nous avons tous, actuaires, managers, dirigeants et actionnaire à y gagner.

BIBLIOGRAPHIE

Bailleul, B., Boulanger, F. & Tran Van Lieu, L. « Solvabilité et rentabilité : vers un modèle d'équilibre ». Bulletin Français d'Actuariat, Décembre 2000, N°8 Vol. 4, pp 1-38.

Boulanger, F. & Tran Van Lieu, L. « Tarif, concurrence & rentabilité : le cas de l'assurance automobile ». 1994, Mémoire d'actuariat CEA.

Boulanger, F. & Gires, E. Assurance et management de la valeur. 2003, Assurance Audit Actuariat, Economica.

Borde, Ph. & Prum, F.-J. « Allocation du capital aux activités d'une société d'assurance IART ». 1998, Mémoire d'actuariat CEA.

Hooker, N.D., Bulmer, J. R. & all. « Risk Based Capital in General insurance ». The Institute of Actuaries, 1995 Vol. 27.

Hoyt, R.E. & Trieschmann, J.S. « Risk/return relationships for life-health, property-liability, and diversified insurers ». Journal of Risk and Insurance, 1991, 58, 2, pp 322-330.

¹ La comptabilisation en *fair value* ne rend pas compte de la pratique des assureurs : si les marchés financiers ou immobiliers traversent une crise par exemple, il est rare que les assureurs soient obligés de réaliser des actifs et donc de dégager des moins-values au mauvais moment. De même, concernant les obligations, les assureurs attendent qu'elles arrivent à maturité.

² Il s'agit du *free cash-flow* ou marge brute d'autofinancement.

³ Notons que, pour un portefeuille stable au niveau de sa taille, sa sinistralité mais aussi de sa gestion des provisions, la charge tous exercices et la charge de l'exercice courant 50/50 sont proches dans la mesure où les boni (ou mali) sur les exercices antérieurs annulent l'excédent (ou l'insuffisance) de charge sinistres sur l'exercice courant dû à une gestion prudentielle.

⁴ La variabilité liée aux sinistres graves est prise en compte par le couple « capital alloué, coût du capital ». Dans le compte de résultat il suffit donc de prendre la moyenne.

⁵ Notons que la modélisation des frais généraux doit être faite en fonction de ce que l'on souhaite étudier et le modèle adapté à la décision à prendre.

⁶ Dans le cas des provisions, l'utilisation d'un calcul 90/10 conduit à une majoration systématique des provisions, majoration qui, à la différence de la charge de l'exercice, n'est pas compensée par quoi que ce soit (boni / mali). De même il faut prendre l'espérance de la charge et non l'observation du fait de l'impact des sinistres exceptionnels.

⁷ Notons, que si nous avons fait une erreur de 10% sur le montant de capital à allouer, le calcul précédent donnerait un bénéfice économique retraité égal à 0,1 (soit 0,2% du capital). L'erreur important sur le montant de capital (10% du montant) se traduit par une variation réduite de la valeur créée, moins de 1% du capital alloué. Pour obtenir la même création de valeur il suffirait, toutes choses étant égale par ailleurs, de majorer le tarif de seulement 0,5%.

⁸ Ce retraitement est important d'un point de vue opérationnel. Par exemple, certaines entreprises qui distribuent avec des réseaux classiques et dont le portefeuille est en décroissance, ne sont pas conscientes qu'elles réalisent une partie de leur valeur et sont tentés de baisser leurs tarifs pour relancer leur activité.

⁹ Dans le cas où le coût du capital est nul, les frais d'acquisition retraités sont égaux aux frais constatés dans les comptes comptables.

¹⁰ Dans le cas de la distribution intermédiée, il est important d'analyser en parallèle le compte de résultat des intermédiaires et de leur appliquer les mêmes retraitements.

¹¹ Nous avons montré que, même dans le cadre d'une création d'activité, les deux approches donnaient des résultats très proches. La légère différence observée vient de la non prise en compte des coûts de structure en phase de lancement dans le bénéfice économique retraité, coûts de structure qui représentent un investissement supplémentaire pour l'actionnaire qu'il faut rémunérer par une augmentation du résultat net (voir [Boulanger, F. & Gires, E., 2003]).