

L'ASSUREUR, LES SEPT MYTHES ET LES TROIS LEÇONS

ROMAIN DURAND

*Directeur général délégué, Matmut
Président de l'Association pour l'Europe de l'Assurance*

ARNAUD CHNEIWEISS

*Directeur général adjoint, Matmut
Secrétaire de l'Association pour l'Europe de l'Assurance*

D'une crise financière à l'autre (LTCM – Long Term Capital Management –, bulle internet, « subprime » américains...), on a l'impression que les mêmes causes – optimisme irrationnel des acteurs, négligence coupable des contrôleurs potentiels vis-à-vis d'entités non régulées, disparition soudaine de la liquidité, opacité, effet de levier poussé à l'extrême – produisent les mêmes effets. Le système financier contemporain est-il condamné à aller d'une crise à l'autre, à travers des mécanismes toujours plus complexes, opaques, et donc violents quand le retour à la réalité se produit ?

Les assureurs ne peuvent et ne doivent pas s'exonérer de toute réflexion sur la crise financière actuelle. S'ils ne sont pas en première ligne dans les critiques portées au système financier global, ils en sont des acteurs majeurs, ne serait-ce qu'en tant qu'investisseurs de premier plan. Surtout, pour les assureurs qui veulent être des « preneurs de risque » et non de simples intermédiaires financiers (« risk-taker » et non « risk-trader »), cette crise est particulièrement intéressante.

Nous voulons ici défendre l'idée que, au cœur de la crise, se trouvent des financiers qui ont voulu réinventer le métier de l'assurance en prétendant le faire bénéficier de techniques financières innovantes, l'exonérant ainsi des règles traditionnelles qui le régissent. Ces financiers ont pensé avoir inventé un nouveau « business model » fondé sur le transfert de risque aux marchés financiers, rendant inutile la souscription rigoureuse et la mutualisation des risques. Comprendre les mécanismes à l'œuvre est d'autant plus important que la titrisation des risques (du risque catastrophique, mais aussi des risques plus standards comme le risque automobile) progresse dans la profession d'assureur.

Cette crise est donc une opportunité de réfléchir à quelques mythes récents qui ont pu faire croire que l'on pouvait durablement s'écarter de quelques règles fondamentales du métier de l'assurance.

La crise des « subprimes » : l'échec d'une tentative de réinventer le métier d'assureur

Au cœur de la crise actuelle, on trouve l'incapacité des principaux acteurs à exercer rigoureusement le métier d'assureur. Pour s'en convaincre, il suffit de voir la présente crise des « *subprimes* » comme une erreur des acteurs économiques sur l'appréciation du taux de défaut des remboursements des prêts consentis. Or, apprécier un taux de sinistralité est bien une caractéristique de l'assurance. Le métier de l'assureur repose, entre autres, sur la capacité à prévoir les probabilités d'événements variés. Cependant, dans certains cas, comme pour les taux de chute en assurance vie, l'assureur est aussi amené à prévoir le taux de défaut de paiements, à l'image de ce qu'ont fait les acteurs de cette crise : ils ont voulu faire de l'assurance sans le savoir ou, comme l'a dit un article récent du *Financial Times* à propos de la titrisation des CDS (*Crédits Défaut Swap*), « *ils ont fait économiquement de l'assurance, même si légalement ça n'en était pas* » (Munchau, 2008).

L'éclatement de la « chaîne de valeur » des affaires « *subprimes* » nous a été présenté autrefois comme innovant et rationnel avec :

- **la distribution du produit** par le banquier-organisme financier, baptisé « *originator* » alors que « courtier » correspond mieux à la situation ;
- **la garantie des flux** par le *monoline*, seul assureur-réassureur déclaré de l'opération ;
- **la fourniture de capitaux** par le marché, permettant la mobilisation de masses financières importantes ;
- **le contrôle de la solidité** de l'ensemble, avant tout par l'agence de notation qui est amenée à garantir de manière redondante les différents acteurs : la notation du rehausseur de crédit et de l'« *originator* » a des conséquences pour la notation du véhicule.

Or, ce modèle qui nous est présenté comme inédit et vertueux n'est pas nouveau dans l'assurance.

Les observateurs attentifs du marché de Londres auront reconnu la célèbre spirale dite « London Market Excess of Loss ». L'affaire Unicover des années 1990 en est un autre exemple. Les résultats de ces deux affaires ont été calamiteux pour l'ensemble des opérateurs impliqués.

Les sept mythes

La débâcle à laquelle nous assistons permet ainsi de faire justice de sept mythes récents.

■ Non, on ne peut pas se passer d'équipes de souscription

Le véhicule de titrisation, contrairement à un assureur qui possède ses propres équipes d'appréciation du risque, n'est souvent qu'une coquille transportant le risque vers le marché (les Américains, pas avars d'expressions imagées, parlent de « *conduits* »). En conséquence, le véhicule va déléguer l'appréciation des risques à des tiers, des conseillers, comme par exemple des agences de notation. Mais « les conseillers ne sont pas les payeurs » et quelque talentueux qu'ils soient, ils n'ont pas cette sagesse que crée l'engagement... de ses propres deniers. L'expérience montre que la qualité de leur appréciation peut sérieusement faire débat, d'autant que le véhicule a déjà rétrocédé son risque et que la notation s'appuie sur l'existence d'un « rehausseur » de crédit.

■ Non, rétrocéder l'intégralité de son risque n'est pas sain

Les réassureurs ont appris au fil de leur expérience qu'il est essentiel de responsabiliser l'assureur, qui souscrit et connaît le risque initial, en l'obligeant à garder une part significative du risque ; c'est la seule manière de garantir une souscription rigoureuse. La sélection des risques est un fondement de l'assurance. L'idée même qu'un risque puisse rester « orphelin », sans réels parents, et puisse se promener librement

dans un ensemble de cession et rétrocession, est toujours dangereux. Tout acteur de l'opération doit assumer une part significative du risque. C'est une idée bien connue du réassureur qui essaie dans la mesure du possible de s'assurer du « partage de sort » en évitant les réassurances à 100 % (Krahn, 2007).

■ Non, il n'est pas responsable de laisser des entités financières sans obligation de solvabilité

Le véhicule de titrisation n'est ni un banquier ni un assureur et échappe donc à ces deux cadres réglementaires. En conséquence, les véhicules de titrisation n'ont pour solvabilité que celle que leur imposent les agences de notation. Pas de Solvabilité II, pas de Bâle II pour limiter les prises de risque dans ces organismes. L'opacité et la complexité croissante des opérations financières doivent inciter au contraire à des niveaux de capital minimaux chez tous les acteurs.

■ Non, la solidité financière n'implique pas la liquidité

Tout se passe comme si une certaine confusion intellectuelle (Cailleteau, 2008) s'était emparée des marchés, faisant confondre des concepts essentiels. Les entités financières font rarement faillite, elles sont plus souvent susceptibles de faire face à une crise de trésorerie. Les assureurs savent qu'ils doivent être vigilants à l'aspect liquidité de leurs actifs, de manière à toujours être en capacité de régler promptement les sinistres de leurs assurés.

■ Non, on ne peut pas s'affranchir du principe de mutualisation des risques

Comme le dit l'adage : les risques voyagent en bande... et on peut ajouter qu'il convient de les laisser en bande. Si le découpage des risques pris s'impose à des fins analytiques, nombreuses sont les

opérations d'assurance où des risques se combinent, avec pour conséquence un abaissement du niveau de risque global. La segmentation poussée à l'extrême va donc limiter tous les bienfaits possibles de diversification du risque d'assurance.

Mutualiser les risques implique de surveiller les cumuls de risque. Or, on peut, comme assureur, légitimement s'étonner des accumulations importantes dont on parle dans la crise actuelle sur un nombre limité d'opérateurs, en particulier pour les rehausseurs de crédit.

■ Non, l'assurance n'est pas un métier de court terme

L'opération d'assurance est rarement une opération de court terme ; on le sait bien en responsabilité civile. Cependant, même dans le cas d'une couverture annuelle, les conséquences de l'assurance en cas de sinistres peuvent courir sur plusieurs années. Cependant, en matière de « *subprime* », il s'agissait de couvrir pendant plusieurs années le risque de taux de défaut. L'éclatement de la chaîne de risque crée une situation dangereuse de ce point de vue en faisant diverger l'horizon temporel des agents concernés. Dans le modèle « *originate and distribute* » appliqué par les banquiers grâce à la titrisation, l'originateur de l'opération n'a aucun intérêt de long terme : une fois les investisseurs convaincus de l'intérêt de l'opération, l'originateur n'a pas de vraie incitation à la qualité des affaires à moyen terme. Le modèle ultime est bien décrit par Étienne Pflimlin (2008) à propos de Northern Rock : « *Northern Rock est devenue par ambition et âpreté au gain une "usine à crédits" sans guichets, sans proximité avec ses emprunteurs, transférant ses risques sur les marchés.* »

■ Non, les illusions d'une nouvelle gouvernance ne peuvent suppléer à l'absence des savoir-faire

À la suite des scandales financiers précédents (Enron, Parmalat...) et des crises financières (LTCM,

bulle internet...), la réponse des gouvernements et des régulateurs a été de demander une accumulation formelle de procédures : soit par la contrainte (loi Sarbanes Oxley aux États-Unis, lois sur la sécurité financière, les nouvelles régulations économiques en France), soit par la reprise de « bonnes pratiques » (recommandations de place). On voit bien aujourd'hui, en observant la litanie des communiqués des plus grandes institutions financières mondiales annonçant des milliards d'euros ou de dollars de pertes sur les marchés financiers, qu'il ne suffit pas de se doter d'administrateurs indépendants, de comités du conseil d'administration, de systèmes de contrôle et d'audit internes pour parer aux risques d'investissements malheureux.

La bonne gouvernance, c'est autre chose qu'une accumulation de rapports et de contrôles. C'est d'abord un état d'esprit des instances dirigeantes, une volonté de s'impliquer, de contrôler effectivement les risques, de comprendre et suivre les métiers dans lesquels l'entreprise s'engage. L'accumulation de contraintes a pu au contraire conduire à l'illusion que, puisque les nouvelles « bonnes pratiques » étaient mises en place, puisque les rapports étaient produits, le risque était maîtrisé. Pour dire les choses clairement, au risque de ne pas être politiquement corrects, nous pensons qu'il vaut mieux avoir des administrateurs connaissant l'industrie autour de la table, fussent-ils liés à l'entreprise... que la publication de comptes trimestriels n'a guère de sens dans notre industrie... qu'il vaut mieux publier des informations imprécises avec retard et justes, que précises, rapides et qui se révéleront fausses.

Plus fondamentalement, la faillite des organisations financières – censées être les plus sophistiquées au monde à mettre en place une gouvernance efficace – amène à se demander s'il n'y a pas un biais dans la conception même de cette « nouvelle gouvernance »... Est-elle destinée seulement à satisfaire les actionnaires ? La course folle dans laquelle les banques se sont engagées *via* la titrisation des crédits « *subprimes* » s'explique par la volonté de satisfaire à très court terme aux normes de profitabilité attendues par les

actionnaires. Or, ceux-ci peuvent quitter l'entreprise d'un jour à l'autre. N'aurait-il pas été plus pertinent de mettre en place des politiques et une gouvernance visant à satisfaire les autres publics de l'entreprise, ceux qui la font vivre au quotidien, les clients et les salariés ?

Quelles leçons tirer pour la pratique du métier d'assureur ?

La crise financière actuelle est souvent décrite comme une crise des nouvelles techniques financières. Pour un assureur, elle peut être vue comme une crise liée au non-respect des règles de l'art du métier. Nous pouvons en tirer au moins trois leçons.

■ Une leçon pour les assureurs

Les assureurs ne sont pas à l'abri de commettre les mêmes erreurs.

Ils ont été tentés ces dernières années par le modèle « *originate and distribute* » pour libérer des fonds propres et allouer ceux-ci à des activités jugées plus profitables. L'arrivée de Solvabilité II peut renforcer cette tendance. La technique de la titrisation a d'abord été appliquée aux risques catastrophiques : la crainte de ne pas trouver de capacités de réassurance suffisantes a conduit certains acteurs à se protéger, en assurance dommages (catastrophes naturelles) comme en assurance de personnes (risque mortalité), en plaçant ces risques de pointe auprès d'investisseurs financiers qui trouvaient là des obligations dont le rendement était décorrélié de la conjoncture économique. Mais, plus récemment, la titrisation a été utilisée de manière plus large que pour se protéger des seuls risques de pointe. Il faudra veiller à garder en mémoire les leçons de la crise des « *subprimes* » si cette tendance se développait, afin que le processus de souscription demeure rigoureux.

■ Deux leçons pour les gouvernements

◆ L'assurance et la banque, deux métiers différents

Face au développement de la crise financière, il est tentant pour les gouvernements de décider qu'il n'existe qu'une seule industrie financière. Les acteurs économiques peuvent d'ailleurs entretenir cette confusion, les banques proposant désormais des produits d'assurance pour rentabiliser leurs points de vente, les assureurs leur emboitant le pas en proposant des produits bancaires. Nous sommes convaincus qu'il s'agit de deux métiers différents dans leur essence, l'un consistant à souscrire du risque (l'assurance), l'autre consistant à l'intermédiaire (la banque). Un groupe financier peut décider de pratiquer les deux métiers, mais cela ne veut pas dire que les mêmes règles prudentielles doivent s'appliquer.

◆ L'assurance est un métier de long terme

L'assureur n'est pas un commerçant comme un autre. Le cycle de production est inversé, il souscrit d'abord un risque et ne connaîtra la rentabilité de l'opération que des années plus tard, selon qu'un

sinistre se sera produit ou non. En termes de diffusion de l'information, vouloir lui appliquer des exigences de court terme, ou si les résultats semblent bons, de reprise de provisions, ou de baisse des tarifs, est économiquement absurde et financièrement dangereux. On voit où l'obsession de la profitabilité à court terme a conduit les acteurs du « *subprime* ». L'assureur doit exercer son activité en se projetant sur le moyen terme, dans sa politique de souscription comme dans sa politique tarifaire. Cela étant posé, toute la difficulté du métier est de respecter ce principe quand la concurrence tarifaire fait rage !

Bibliographie

CAILLETEAU Pierre, « Archeology of the crisis », *Moody's global financial risk perspectives*, January, 2008.

KRAHNEN Jan P., « How to revitalise the credit market in one step » (« *The so called first loss piece, or equity tranche, should permanently be held by the originator* »), *Financial Times*, September 28th, 2007, pp. 11-11.

MUNCHAU Wolfgang, « This is not merely a subprime crisis », *Financial Times*, January 14th, 2008.

PFLIMLIN Étienne, « Northern Rock : du sociétaire au contribuable », *Le Monde*, 7 février, 2008.

