

LA FIN DES TITRISATIONS D'ASSURANCE ?

GUILLAUME GORGE

Directeur des Risques IARD, Groupe Axia

Les titrisations d'assurance seront-elles emportées par la défiance créée par la crise des « subprimes », ces titrisations de créances hypothécaires américaines de faible qualité ? Ne serait-il pas temps pour les assureurs, comme le suggérait The Economist¹, de revenir à leur métier de base au lieu de copier les banquiers et leurs développements financiers sophistiqués ? Dans un article publié dans la revue Risques il y a deux ans, après une comparaison terme à terme des deux moyens de financement à la disposition des assureurs que sont la titrisation et la réassurance², je concluais que le développement considérable de la titrisation d'assurance ne remettait pas en cause l'activité des réassureurs, basée sur une connaissance approfondie des risques souscrits. Il me semble que la crise actuelle des « subprimes » vient conforter ce rôle tout à fait essentiel de la réassurance, en révélant combien il a manqué précisément d'acteurs connaissant réellement les risques de crédits hypothécaires et étant en mesure de les contrôler. Il semble cependant, aujourd'hui, aussi prématuré d'annoncer la mort de la titrisation d'assurance qu'il l'était hier d'annoncer celle de la réassurance. Un premier indice peut venir de la santé même du marché des ILS (Insurance Linked Securities), qui a connu une année record d'intervenants et d'émissions en 2007 (7 milliards USD d'émissions publiques en 2007, soit plus de 49 % de croissance par rapport à l'année précédente³). De façon plus argumentée, cette vigueur du marché des ILS ne peut s'expliquer que par une efficacité certaine des transferts de risque d'assurance au profit du marché financier que nous proposons ici de rappeler. Néanmoins, les premiers enseignements de la crise des « subprimes » nous conduisent à préciser quelle valeur ajoutée ces instruments financiers pourraient réellement apporter à l'industrie de l'assurance.

Pertinence du modèle de transformateur de risque en période de crise

La titrisation d'assurance a pour but de céder directement les risques de l'assureur au marché financier et de lui permettre ainsi de se concentrer sur son métier d'assureur sans dépendre de la volatilité liée aux risques d'assurance.

En effet, une entreprise maximise *théoriquement* sa valeur du point de vue des investisseurs en supprimant complètement toute source de risque, sauf les exceptions suivantes⁴:

- si l'illiquidité de ce risque le rend coûteux à négocier ;
- si cette entreprise a une compétence dans ce risque qui lui permette de « surperformer » le marché.

La mesure de la performance de l'entreprise est alors plus *accessible* aux investisseurs, surtout si elle gère des risques importants, en isolant ces risques du reste de l'activité. Appliqué à l'assurance, ce principe

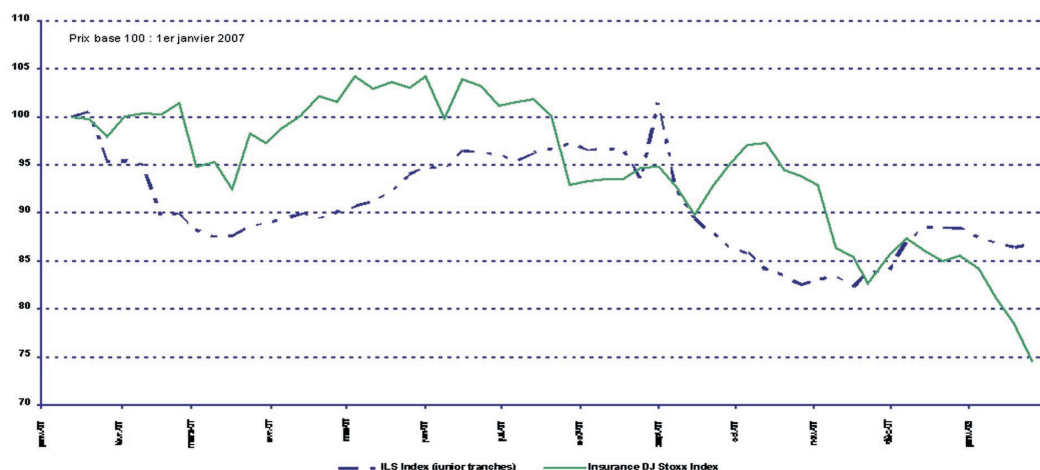
change radicalement la vision de l'assureur dont le rôle n'est plus de porter les risques mais de les transformer.

Or, la crise des « *subprimes* » confirme cette utilité fondamentale de la titrisation : dans les périodes particulièrement agitées, les investisseurs s'abstiennent d'investir dans les sociétés à risques, et particulièrement dans les sociétés financières ou d'assurances où ce risque est immatériel et donc plus difficile à appréhender. Néanmoins, ces mêmes investisseurs n'hésitent théoriquement pas à investir dans les risques d'assurance proposés sous forme de titrisation, qui eux sont

normalement plus simples à appréhender. Et, effectivement, la crise des « *subprimes* » semble confirmer cette intuition : le marché des risques d'assurance (ILS) affichait en début d'année 2008 une solide performance, et ce, particulièrement pour les tranches les plus exposées. Le prix des tranches BB des *catbonds* est même descendu pour la première fois en dessous du prix des obligations de sociétés notées BB en février 2008.

Parallèlement, le parcours boursier de la plupart des assureurs était plus que médiocre comme on peut le voir sur le graphe ci-après.

Résistance du marché de la titrisation d'assurance



Source : Dow Jones et données marché ILS Swiss Re.

Cette crise est donc une confirmation de l'intérêt de limiter les sources de risque pour les assureurs et donc d'utiliser à long terme de façon plus systématique la titrisation.

Quelques enseignements de la crise des « *subprimes* »

Au sens strict, la crise des « *subprimes* » apparaît aujourd'hui comme une crise d'information finalement assez classique du point de vue de l'investisseur. Les premières études soulignent que le transfert systématisé

de tout le risque des « *subprimes* » au marché financier a eu pour conséquence de baisser le niveau d'exigence des règles d'acceptation des prêts⁵ et cela du fait d'un manque d'alignement manifeste entre les intérêts de l'émetteur et de l'investisseur.

Pourtant, ces problèmes d'information sont très classiques et sont à la base de la théorie de la finance d'entreprise : **éviter que, en transférant le risque, on réduise toute incitation à le limiter de la part de l'émetteur.** Non seulement certains émetteurs n'ont plus conservé aucun risque (la tranche *equity*, équivalente de la franchise, ne jouant dès lors plus son rôle d'incitation à réduire ces risques), mais les autres garde-fous n'ont pas joué leur rôle. En effet, les

intermédiaires permettant aux investisseurs d'entrer dans le marché du crédit immobilier américain, sans connaissance particulière, n'ont pas tenu les engagements qui étaient attendus d'eux. En l'occurrence :

- les agences de notation, en notant les obligations adossées aux « *subprimes* », devaient permettre à l'investisseur, même s'il ne connaît pas le risque, de le souscrire en connaissance de cause ;
- les assureurs rehausseurs de crédit dits *monoline* (MBIA, etc.), qui assurent le risque en haut des programmes et crédibilisent ainsi fortement la notation d'une agence, devaient jouer leur rôle de signal pour l'investisseur, non seulement sur la tranche rehaussée, *mais aussi sur tout le programme de titrisation*.

Le cas des assureurs *monoline* est particulièrement pertinent pour notre problématique car il illustre, en creux, les risques – mais aussi les caractéristiques différentes de la titrisation d'assurance – du fait de la présence des réassureurs.

En effet, en première approximation, les assureurs *monoline* jouent un rôle proche de celui des réassureurs pour les ILS : donner une information sur le risque de première qualité au marché financier ⁶. Néanmoins, les différences sont aussi importantes :

- le réassureur est un investisseur privilégié puisqu'il a souvent accès à des informations qui ne sont pas du domaine public (connaissance des sinistres et de leur gestion, de la qualité des souscripteurs, etc.) ;
- l'assureur *monoline* intervient en théorie à des niveaux dits *super-seniors*, à probabilité très faible. Pour ces risques rares, la modélisation est essentielle – et non la connaissance des spécificités des portefeuilles. Il a certainement manqué d'un certain bon sens dans l'utilisation des modèles. Ce bon sens est néanmoins plus facile à exercer quand les risques modélisés sont des risques fréquents (ce qui n'est pas le cas des tranches dites *super-seniors* par définition !) et diversifiés car, alors, l'expérience des souscripteurs peut s'exercer.

Quelques leçons pour la titrisation d'assurance

Paradoxalement, la crise des « *subprime* » vient confirmer les conditions de succès de la titrisation d'assurance.

Tout d'abord, nous soulignerons la nécessité que les risques conservés soient aisément identifiables pour rendre l'assureur le plus accessible possible à ses actionnaires. Cela implique la standardisation des opérations de titrisation, ainsi que la réduction au maximum de tout risque lié à la transaction elle-même. À ce titre, il est encourageant de voir se développer de plus en plus de contrats liés aux risques pris par l'assureur lui-même, et non à un indice paramétrique qui peut être assez éloigné du coût réel de l'assureur.

De plus, nous pensons que les réassureurs devraient naturellement être partie prenante des titrisations d'assurance en souscrivant les tranches basses (et non les tranches *seniors* comme les assureurs *monoline*), car ce sont celles qui demandent le plus de connaissance spécifique du risque transféré (en dehors évidemment de la tranche *equity* conservée par l'assureur comme franchise assurant l'alignement des intérêts de toutes les parties). Sur ces tranches, l'essentiel n'est pas le coût du capital – elles en utilisent relativement peu – mais, surtout, la capacité à connaître de façon adéquate les risques : les réassureurs ont donc un avantage par rapport au marché financier sur les tranches basses s'ils ont développé une connaissance poussée des risques.

Sur ce dernier point, la crise des « *subprimes* » a montré l'importance de modèles de risque qui soient fondés non seulement sur un travail économétrique rigoureux, mais aussi sur une compréhension fine des phénomènes modélisés. Pour développer les titrisations, et simplement pour donner à leurs investisseurs une plus grande transparence, les assureurs doivent inciter aux développements de modèles de risque fiables et communicables : risque catastrophe, modèle de longévité, de mortalité extrême, mais aussi risque lié au comportement des assurés... Cela peut passer

par un soutien de la recherche académique dans ce domaine (comme par exemple La Fondation du risque).

Titrisation et gestion actif/passif

Enfin, nous ne voudrions pas clôturer cette réflexion sans proposer quelques pistes pour la question qui vient juste après : Quelle est la pertinence pour un assureur d'investir dans des classes d'actifs « exotiques », de type CDO (*Collateralized debt obligations*) par exemple, plutôt que dans des actifs sans risque, puisque ce sont ces investissements qui ont éventuellement pénalisé les résultats des assureurs ?

Selon le principe énoncé précédemment qu'un assureur a intérêt à réduire ses risques, quel avantage en effet un assureur a-t-il à prendre des risques financiers ?

Une réponse peut venir justement de la spécificité de la valeur de l'assurance, la prime d'illiquidité. Grâce à ce que Warren Buffet appelle le *float*⁷ (la conservation de la prime avant le paiement des sinistres), l'assureur a la possibilité de se financer à des conditions privilégiées et, surtout, sans risque de liquidité. S'il possède une expertise poussée de gestion d'actifs – et particulièrement des actifs illiquides –, un assureur a intérêt à l'utiliser comme le fait Berkshire Hathaway avec autant de succès.

Cela a une conséquence pratique sur la structuration des titrisations d'assurance. Un assureur veillera en effet à les structurer pour conserver les actifs financiers en face des provisions et, ainsi, en conserver la gestion : la titrisation aura alors une forme proche d'un *stop-loss* en réassurance. Le marché financier ne payant aucune prime d'illiquidité, l'assureur la perd en effet s'il transfère aussi les *cash-flows* avec la titrisation. Par contre, un assureur qui décide de ne pas investir lourdement en compétence de gestion d'actifs, et qui donc est prêt à perdre cette prime d'illiquidité, aura intérêt à ne garder aucun risque même d'actifs et donc à titriser aussi les *cash-flows* (équivalent à des quotes-parts de réassurance), afin de rendre le plus transparent possible sa performance.

Conclusion bien provisoire

La crise des « *subprimes* » est encore bien trop récente et les contrecoups nombreux pour en tirer ici tous les enseignements. Il est probable que cette crise réduise au moins temporairement la croissance forte que le marché des titrisations d'assurance a connue ces dernières années. Pourtant, nous ne pensons pas qu'elle remette en question le modèle de la titrisation d'assurance. Elle en rappelle néanmoins les critères-clés : standardisation des opérations et transfert intégral du risque au-dessus de la rétention de l'assureur, qualité et transparence des modèles utilisés et, enfin, pour les opérations complexes, confirmation du prix et du risque transféré par le marché de la réassurance.

Notes

1. « The biggest losers are those who tried hardest to behave like banks and sought to jettison their industry's plodding image. A case in point is American Insurance Group (AIG), the world's largest insurance company, which recently had to write down \$4.9 billion of swaps related to collateralised-debt obligations. Swiss Re has already written down \$1 billion or so on two related credit-default swaps. Such mishaps suggest insurers, too, need to remember that modelling risks is not necessarily the same thing as managing them. », *The Economist*, March 1st, 2008, « Next year's model ? »
2. Guillaume Gorge, « Titrisation et réassurance », *revue Risques*, 69, mars, 2007.
3. « *The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007 : The Market goes Mainstream* », Guy Carpenter, janvier, 2008.
4. Kenneth A. Froot, « Risk management, capital budgeting, and capital structure policy for insurers and reinsurers », *The Journal of Risk and Insurance*, 74, 2007, pp. 273–299.
5. Sur l'effet de la titrisation sur l'assouplissement des critères de sélection des crédits, voir par exemple, Mian, Atif R. and Sufi, Amir, « The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default

Crisis » (January 1, 2008), Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=1072304>

6. Nous avons déjà développé ce point sur la réassurance comme insider dans l'article « Titrisation et réassurance », cf. note 2.

7. Cf. la lettre aux actionnaires 2005 de Berkshire Hathaway : « Unlike many business buyers, Berkshire has no exit strategy. We buy to keep. We do, though, have an entrance strategy, looking for businesses in this country or abroad that meet our six criteria and are available at a price that

will produce a reasonable return. If you have a business that fits, give me a call. Like a hopeful teenage girl, I'll be waiting by the phone. [...] For new readers, let me explain. Float is money that doesn't belong to us but that we temporarily hold. Most of our float arises because (1) premiums are paid upfront though the service we provide insurance protection is delivered over a period that usually covers a year and ; (2) loss events that occur today do not always result in our immediately paying claims, because it sometimes takes many years for losses to be reported (asbestos losses would be an example), negotiated and settled. »

