

LA GESTION DES ACTIFS CHEZ UN RÉASSUREUR EN CINQ QUESTIONS

François de Varenne

Chief Executive Officer

Scor Global Investments

■ En raison de l'inversion de son cycle de production, le réassureur est conduit à placer les cotisations encaissées dans des actifs financiers et immobiliers et à les gérer pendant toute la durée de l'engagement qu'il a pris auprès de ses clients. Le gestionnaire d'actifs doit prendre en compte un certain nombre de spécificités propres à l'industrie de la réassurance, comme le risque de liquidité, qui est lié à la nature des risques souscrits ou à l'horizon de temps. Il doit intégrer également une typologie toute particulière de ses placements. Certains actifs sont en effet déposés chez les clients, d'autres sont nantis. Plutôt que d'investir dans des actifs rémunérés au taux sans risque, le réassureur va aussi accepter une prise de risque « financier », de manière certes prudente, afin d'apporter une contribution élevée et récurrente aux résultats du groupe.

■ ASSET MANAGEMENT BY REINSURERS IN FIVE QUESTIONS

Because of the inversion of their production cycle, reinsurers must invest the premiums they collect in financial and real estate assets and manage them throughout the whole period of the undertakings they have assumed vis-à-vis their clients. The asset managers must take account of a number of factors that are specific to the reinsurance industry, such as liquidity risk, which is connected to the nature of the risks underwritten or the time horizon. Reinsurers must also take account of the very particular nature of their investments. Some assets are deposited with clients, others are pledged. Rather than investing in assets with a risk-free rate of return, reinsurers, while certainly acting prudently, must also accept a "financial" risk in order to achieve a high and sustainable contribution to the group's results.

Pourquoi un réassureur gère-t-il des actifs ?

Comme le soulignait déjà Jean Fourastié (1946), le cycle de production du réassureur, à l'instar d'ailleurs de celui de l'assureur, est très particulier : il est inversé.

En effet, l'activité de réassurance est une opération contractuelle par laquelle une société d'assurances – la

cédante – s'assure elle-même auprès d'un tiers – le réassureur – pour une partie ou la totalité des risques qu'elle a garantis, moyennant le paiement d'une cotisation. De son côté, le réassureur, en échange de la cotisation encaissée, accepte le transfert du ou des risques sur son propre bilan. Il contracte alors un engagement (une dette) auprès de sa cédante, enregistré à son passif sous la forme d'une provision technique. Le chiffre d'affaires (la cotisation) est donc encaissé avant le paiement du sinistre. C'est ce qui constitue l'inversion du cycle de production. Ceci procure ainsi au réassureur un excédent de ressources

et le conduit naturellement à placer les cotisations encaissées dans des actifs financiers et immobiliers et à les gérer pendant toute la durée de son engagement.

Il est particulièrement intéressant de noter que le prix de vente de la réassurance, c'est-à-dire la cotisation, est fixé avant que son prix de revient, c'est-à-dire le coût de l'éventuel sinistre et le rendement financier effectif de la cotisation encaissée, ne soient connus.

Une gestion spécifique des actifs

Quelles sont les principales spécificités de la réassurance à prendre en compte au niveau de la gestion des actifs ?

Les actifs détenus par le réassureur ont deux origines distinctes : ils sont la représentation des engagements souscrits auprès de ses clients et, également, des fonds propres qu'il détient. À cet égard, une gestion actif-passif (ALM) très stricte doit être mise en œuvre et le cadre de gestion doit intégrer un certain nombre de spécificités liées au métier de réassureur.

■ Un environnement de type business-to-business

Les clients des réassureurs sont en très large proportion des sociétés d'assurances et, dans une moindre mesure, des grandes entreprises. À la différence des sociétés d'assurances, dont la majorité des cotisations encaissées correspondent à des engagements souscrits auprès de particuliers en assurance dommages et en assurance vie, le réassureur fait face à des clients sophistiqués et en nombre réduit. Les actifs gérés par un réassureur ne sont donc pas la contrepartie d'une multitude de cotisations d'assurance individuelles de montant unitaire relativement modeste mais de contrats de taille significative.

Cette particularité de la réassurance a deux conséquences majeures sur la gestion des actifs.

En premier lieu, la grande majorité des régulateurs dans le monde tient compte en effet de cette spécificité en reconnaissant le caractère « professionnel » des clients d'un réassureur. La réglementation prudentielle qui définit les règles d'investissement d'un réassureur est ainsi très souvent moins contraignante que celle qui s'adresse à un assureur. Ceci était particulièrement vrai en France jusqu'à la transposition toute récente de la directive réassurance puisque le code des assurances ne visait pas les actifs des réassureurs. Depuis, il convient de noter que le cadre d'investissement d'un réassureur, s'il est réglementé, reste néanmoins plus flexible que celui de l'assureur.

De plus, en comparant les actifs détenus par un réassureur à ceux détenus par un assureur vie, on s'aperçoit que le propriétaire « ultime » de ces actifs n'est pas le même. L'assureur vie commercialise en grande majorité des contrats d'assurance vie dont la composante « épargne financière » est prépondérante. Les actifs en représentation de ces engagements ont donc vocation à être restitués, au terme de chaque contrat, aux assurés vie, lesquels peuvent bénéficier éventuellement de certaines clauses contractuelles (taux garanti, participation aux bénéfices, option de rachat anticipé, etc.). L'assureur vie porte ainsi dans son bilan des actifs qu'il va rendre à ses clients après un certain nombre d'années. A contrario, le réassureur reste le propriétaire ultime des actifs qu'il détient.

Dans le pire des scénarios, une partie de ces actifs sera utilisée pour payer les sinistres qui seront apparus, mais dans tous les cas, si la tarification a été correctement calculée, une partie plus ou moins importante des cotisations encaissées restera la propriété du réassureur. Cette différence essentielle a une conséquence fondamentale sur le type de gestion. Le réassureur va gérer ses actifs en rendement absolu – certes sous contraintes –, la performance financière jouant un rôle prépondérant dans son compte d'exploitation. Tandis que l'assureur vie, dont la mission principale est de porter des actifs dans la durée, va asseoir sa rentabilité en prélevant différents frais et, dans une moindre mesure, un intéressement sur la performance financière¹.

■ Le risque de liquidité

La réassurance remplit deux fonctions majeures auprès de ses clients. Comme substitut de fonds propres, elle est un outil précieux pour les cédantes afin d'assurer leur développement. C'est également un instrument important de protection du bilan de l'assureur. Ainsi, une large partie de l'activité du réassureur consiste-t-elle à protéger ses cédantes face à un sinistre de très grande ampleur avec une probabilité d'occurrence très faible ou face à une fréquence anormale de sinistres dans une période donnée.

Le gestionnaire d'actifs de réassurance doit donc intégrer dans sa politique de placements cette caractéristique très particulière : sur un certain nombre de risques souscrits, la probabilité de liquider des actifs pour faire face aux sinistres est très faible mais l'amplitude de la charge de ceux-ci (et par voie de conséquence la taille des actifs à céder) peut être très élevée. En outre, en agrégeant au sein de son bilan une multitude de risques en provenance d'un nombre important de cédantes, le réassureur met en œuvre le mécanisme fondamental sous-jacent à la notion d'assurance : la mutualisation. Il anticipe alors une chronique de paiements de sinistres moyenne ou probabilisée, et donc incertaine.

C'est pourquoi le réassureur se montre d'une vigilance toute particulière dans la gestion du risque de liquidité, d'autant que la matérialisation de ce risque de liquidité chez le réassureur est spécifique. Le banquier craint en effet un retrait massif des dépôts de ses clients. L'expérience récente à l'automne 2008 a montré, lors d'une crise de confiance majeure, que ce mouvement de « *run* » pouvait être à la fois très rapide et de très grande ampleur. L'assureur vie fait face à un risque similaire. L'option de rachat consentie aux assurés vie sur leurs contrats leur permet de récupérer rapidement leurs avoirs. Ce risque peut être massif, notamment en cas de remontée brutale des taux d'intérêt. Mais il peut être géré efficacement grâce à un bon adossement des actifs aux passifs, souvent couplé à la mise en place d'instruments financiers de couverture.

Le risque de liquidité chez le réassureur est bien différent. Les contrats de réassurance ne comportent pas, en règle générale, de clause de remboursement anticipé au gré du client. Seule « *dame Nature* » a entre ses mains l'agenda de la matérialisation de ce risque de liquidité en déclenchant ici un tremblement de terre, là un cyclone. Le réassureur va gérer son risque de liquidité en diversifiant son portefeuille au passif afin d'en maximiser l'effet de mutualisation et en adoptant, dans la gestion des actifs, une politique d'investissement particulièrement prudente qui repose essentiellement sur des placements obligataires, c'est-à-dire à revenus fixes ou connus, avec une poche de cash ou de titres à très court terme relativement importante.

■ L'horizon de temps

L'horizon de temps des placements est également une donnée importante chez un réassureur.

Le réassureur prend habituellement en compte deux notions de durée distinctes : la durée du contrat de réassurance et la durée de l'engagement contractuel. Le contrat de réassurance est bien souvent conclu sur une base annuelle, voire de quelques années. Mais cette durée n'est pas significative aux yeux du gestionnaire d'actifs. Plus importante en effet est la durée de l'engagement contractuel, c'est-à-dire la durée pendant laquelle l'engagement lie l'assureur et le réassureur au titre du ou des risques transférés. Cette durée, qui intègre le cas échéant la déclaration du sinistre et son règlement, peut s'étendre sur de très nombreuses années. On distingue ici les branches courtes des branches longues. Pour ces dernières branches, comme par exemple la réassurance de responsabilité civile en non vie ou la réassurance en matière de mortalité ou de longévité, les durées d'engagement peuvent être extrêmement longues et s'étaler sur plusieurs dizaines d'années.

■ Un très large spectre de devises

Le métier de la réassurance étant avant tout international, les cotisations sont souscrites dans de

nombreuses devises différentes. Pour éviter de prendre des risques liés à l'évolution des taux de change, les réassureurs appliquent en règle générale un principe de précaution, dit de congruence, qui consiste à investir dans les actifs représentatifs des provisions techniques dans la même devise que l'engagement contractuel.

■ Le risque d'inflation

En raison de la durée de ses engagements et de la nature même des sinistres qu'elle aura à indemniser dans le futur, la réassurance est très exposée au risque d'inflation qui peut être dévastatrice dans son bilan. Dans le contexte actuel de remontée éventuelle de l'inflation, le gestionnaire d'actifs devra intégrer ce facteur dans sa politique de placements.

Quelle est la typologie des actifs du réassureur ?

Le portefeuille d'investissement d'un réassureur se divise en trois grandes catégories : les dépôts espèces, les actifs nantis et les actifs libres.

■ Les dépôts espèces

À la signature d'un contrat de réassurance, la cédante verse une cotisation au réassureur. Une clause contractuelle peut alors prévoir un mécanisme spécifique à cette industrie : la mise en place d'un dépôt espèces, encore appelé « fonds détenus par la cédante ». En échange du versement de la cotisation, le réassureur dépose en garantie, dans le bilan de la cédante, un montant identique à l'engagement (la provision technique). Le revenu de ces dépôts espèces reste bien entendu acquis au réassureur.

Ce mécanisme très particulier a été historiquement imposé par le régulateur dans de nombreux pays, en particulier en France et en Allemagne. En Europe,

avant l'adoption par la Commission européenne le 16 novembre 2005 de la directive européenne réassurance, les réassureurs échappaient en effet à la surveillance et au contrôle des autorités de tutelle. En obligeant les réassureurs à déposer leurs actifs dans le bilan de leurs clients assureurs, eux-mêmes régulés, les régulateurs parvenaient de facto à « contrôler » ces actifs puisqu'ils étaient soumis aux règles d'admissibilité définies par chaque code des assurances. Bien que la directive réassurance ait supprimé cette obligation de dépôts espèces, elle reste une pratique commerciale largement répandue.

On notera certaines particularités de cette classe d'actifs. Lorsqu'il dépose ses espèces chez une cédante, le réassureur ne connaît pas les actifs dans lesquels elles seront investies. Il perçoit en général une rémunération forfaitaire fixe ou indexée sur un taux de marché, et déterminée lors de la tarification initiale du contrat. Ce taux de rémunération est bien souvent en totale déconnexion avec le taux de rendement effectif du portefeuille de la cédante. Tout se passe en pratique comme si le réassureur avait accordé un prêt à son client simultanément à la souscription du contrat de réassurance : la cédante verse une cotisation au réassureur, lequel établit une provision technique qui est la reconnaissance de l'engagement souscrit auprès de son client, et dépose instantanément un montant identique en garantie dans le bilan de la cédante. Ainsi, le risque de contrepartie est extrêmement limité, voire inexistant, pour chacune des deux parties.

En comptabilité IFRS, ces dépôts espèces sont valorisés à la valeur nominale. Ainsi, si en pratique ces actifs ont tendance à afficher une performance inférieure au rendement réel des actifs d'un réassureur, ils ne sont pas soumis à la volatilité des marchés financiers et ont été une classe d'actifs particulièrement robuste pendant la crise économique et financière de 2007 et 2008.

■ Les actifs nantis

Ils représentent une autre catégorie d'actifs importante au sein du portefeuille d'investissement des réassureurs.

Le régulateur, dans la même logique que celle qui prévalait pour les dépôts espèces, avait laissé la possibilité non pas de déposer des espèces dans le bilan de la cédante mais de nantir, c'est-à-dire de gager en collatéral des actifs admissibles (au sens du code des assurances) dans le bilan du réassureur. Cette obligation réglementaire a pris fin avec la transposition de la directive réassurance mais, comme pour les dépôts espèces, la pratique commerciale demeure.

Le réassureur est également conduit, au titre de son activité, à faire émettre des lettres de crédit par des établissements financiers de premier rang. En guise de collatéral, ces établissements exigent en retour que certains actifs soient nantis. Et afin de minimiser les chargements en capital au sein de leurs propres bilans, les mêmes établissements de crédit exigent par ailleurs en collatéral des obligations sans risque de maturité relativement courte.

■ Les actifs libres

Enfin, l'ensemble des autres actifs au sein du portefeuille d'investissement sont dits « libres ». Leur allocation relève exclusivement du processus d'investissement du réassureur, dans le cadre de la réglementation locale applicable.

La prise de risque dans la gestion des actifs

Pourquoi le réassureur prend-il des risques dans la gestion de ses actifs ?

Compte tenu de l'inversion de son cycle de production, le réassureur est conduit à gérer des actifs. Mais étant donné les spécificités de son métier, il pourrait se contenter d'investir les actifs qu'il détient dans des placements sans risque, par exemple des obligations d'État de très bonne qualité, sur des horizons de temps (ou plus précisément de durée) similaires à ceux du passif. La rémunération

moyenne du portefeuille d'investissement serait alors égale au taux d'intérêt sans risque. Mais cette politique d'investissement ne serait pas optimale pour deux raisons fondamentales.

■ La profitabilité globale de la réassurance

Les revenus financiers représentent un élément important du calcul de la cotisation de réassurance : ainsi, lors de l'élaboration de la tarification du contrat de réassurance, les actuaires prennent en compte la contribution des investissements à la profitabilité globale du contrat. La compétition que se livrent les réassureurs a conduit à intégrer un taux de rendement des actifs supérieur à celui du taux sans risque, en acceptant bien entendu une prise de risque accrue sur les investissements. Si cet équilibre était remis en cause en investissant uniquement dans des actifs sans risque, il faudrait alors compenser la baisse de rémunération du portefeuille d'investissement par une tarification « technique » des contrats de réassurance plus élevée afin d'en maintenir la profitabilité globale, ou bien accepter une diminution de la profitabilité.

■ L'effet de diversification

Investir exclusivement dans des actifs sans risque serait en outre une politique ALM sous-optimale. En effet, la plupart des réassureurs attachent aujourd'hui une attention primordiale à l'allocation du capital dont ils disposent. Ils sont « *capital driven* », pour reprendre l'expression anglo-saxonne consacrée. Pour un réassureur, comme pour tout établissement financier, le capital est principalement utilisé comme coussin de sécurité pour absorber les déviations non anticipées des risques portés dans le bilan.

L'allocation du capital est ainsi à la fois au centre du processus commercial (c'est-à-dire la tarification et la souscription des affaires) et du processus d'investissement (c'est-à-dire l'allocation des actifs) et constitue le fondement de l'optimisation de la valeur d'une société de réassurance. Une utilisation optimale du

capital disponible est la condition d'un niveau de solvabilité le plus élevé tout en maximisant la rémunération des actionnaires.

Ainsi, au sein de son modèle interne, le capital du réassureur est alloué en trois grandes poches : le risque lié aux activités de réassurance vie, le risque lié aux activités de réassurance non vie et le risque lié aux investissements. À chaque niveau de capital alloué au risque financier correspond un niveau de prise de risque sur le portefeuille d'investissement et une allocation stratégique qui optimise le couple rentabilité-risque. Le modèle interne permet également de mesurer l'effet de la diversification des risques au sein du bilan. Cet effet de diversification, pour être maximisé, intègre à la fois les passifs (diversification des activités vie et non vie, puis par lignes de produits, par zones géographiques, par types de clients, etc.) mais aussi les actifs, dans la mesure où les risques de variation des taux d'intérêt, des marchés actions ou des taux de change sont très faiblement corrélés avec les passifs de réassurance (l'occurrence d'un cyclone en Floride est effectivement peu corrélée au niveau des taux d'intérêt). La diversification des risques opérée à l'intérieur du bilan d'une société de réassurance est donc maximisée par la prise en compte du risque financier.

Vers une politique différente de placements ?

Solvabilité II va-t-elle modifier la politique de placements des réassureurs ?

En 2012, de nouvelles règles de solvabilité seront appliquées aux assureurs et aux réassureurs en Europe. À la différence de la réglementation actuelle, ces règles prévoient, pour la première fois, de prendre en compte le niveau de risque financier dans la définition des fonds propres minimums. Plus un portefeuille d'actifs sera risqué, plus l'exigence de fonds propres minimums sera élevée, toutes choses égales par ailleurs.

L'expérience américaine, avec la mise en place pour les assureurs de la réglementation RBC (*Risk Based Capital*) dans les années 1990, a montré que l'intégration du risque lié aux actifs dans le calcul du capital minimum requis a instantanément modifié l'allocation des portefeuilles d'investissement. Les assureurs vie américains ont en particulier réduit à zéro leur exposition aux actions et ont, en contrepartie, augmenté significativement leur exposition aux investissements adossés à des structures de titrisation (*Asset Backed Securities*).

Faut-il alors de manière analogue anticiper des changements profonds dans les portefeuilles d'investissement des réassureurs européens avec l'arrivée de Solvabilité II ?

À la lecture des dernières propositions de l'autorité de régulation européenne des assureurs et des réassureurs, la question peut en effet se poser pour certaines classes d'actifs. Le Ceiops (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) propose en effet une charge de capital de 45 % pour les actions cotées et de 60 % pour les actions non cotées. Si cette mesure entre en application, fort probablement les assureurs et les réassureurs réduiront drastiquement la part de ces placements dans leurs portefeuilles, à un moment où la question du financement de l'économie par la sphère privée est posée avec acuité...

Note

1. *Le code des assurances français prévoit ainsi que l'assureur vie peut prélever 15% (au plus) de la participation aux bénéfices financiers du contrat.*

Bibliographie

FOURASTIÉ J., *Les assurances au point de vue économique et social*, Payot, 1946.