LES SUJETS SENSIBLES DE L'INFORMATION FINANCIÈRE DES GRANDS GROUPES D'ASSURANCES EUROPÉENS AU 31 DÉCEMBRE 2011

Les cahiers de Mazars

MAZARS

Tous droits réservés - Mazars - Septembre 2012

Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de Mazars ou de ses ayants droit, ou ayant cause, est illicite (Loi du 11 mars 1957, alinéa 1er de l'article 40).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles L335-2 et suivants du code de la Propriété Intellectuelle. Ne sont autorisées aux termes des alinéas 2 et 3a de l'article L122-5 du même code, que « les copies ou reproductions strictement réservées à usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective, » d'une part et d'autre part, que « les analyses et les courtes citations » dans un but d'exemple et d'illustration.

SOMMAIRE

Introduction 2

Champ de l'étude et constitution du panel 3

Ecarts d'acquisition : tests de recouvrabilité et informations fournies en annexe 4

1. Les conséquences de l'environnement économique et financier sur l'évolution des écarts d'acquisition et sur leur recouvrabilité
2. L'information fournie en annexe sur les tests de dépréciation et leur sensibilité aux hypothèses clés est-elle pertinente ?
3. Conclusion

Suivi des problématiques comptables liées aux actifs financiers 27

1. Rappel des conditions de marché à fin 2011
2. Dépréciation des instruments de capitaux propres classés en titres disponibles à la vente
3. Dépréciation des titres de dette et en particulier des dettes souveraines
4. Participation aux bénéfices différée active – une information satisfaisante compte tenu des enjeux à fin 2011 ?

Analyse des indicateurs connexes les plus utilisés pour la mesure de la performance : statu quo par rapport à 2010 ? 42

Indicateurs de solvabilité et de gestion du capital – Quelle information pertinente, compte tenu du contexte financier et réglementaire ? 56

Conclusion 67

INTRODUCTION

Les comptes des groupes d'assurance au 31 décembre 2011 ont été arrêtés dans un contexte de crise économique persistante, caractérisé par les éléments suivants :

- une stagnation des principales économies mondiales ;
- la crise des dettes souveraines au sein de la zone Euro ;
- le faible niveau des taux d'intérêt ;
- un maintien des valeurs boursières des instruments de capitaux propres à des valeurs de marché durablement dégradées ;
- une volatilité des marchés à un niveau toujours élevé ;
- une réforme de la solvabilité en Europe qui tarde à se mettre en place.

Depuis 2008 et la crise financière, les attentes des analystes et des investisseurs sur l'information financière se sont renforcées en raison de la difficulté à appréhender l'exposition des assureurs aux éléments cités ci-dessus.

Nous avons analysé l'information financière d'un panel d'acteurs européens de l'assurance et de la réassurance à partir de leur rapport annuel et de leur support de communication financière des résultats au 31 décembre 2011.

L'analyse est à la fois :

- comptable lorsque nous nous intéressons à l'application des normes comptables internationales sur des sujets que nous percevons comme sensibles ;
- financière et réglementaire lorsque nous avons élargi notre champ d'analyse à la communication financière sur les indicateurs de performance et la gestion du capital.

Les sujets suivants ont été retenus cette année :

- les écarts d'acquisition, tests de recouvrabilité associés et informations liées ;
- la communication des assureurs sur les instruments financiers et les problématiques associées dans un contexte de marché toujours difficile ;
- la communication sur l'*Embedded Value* et sur les principaux indicateurs de performance ;
- l'information sur la gestion du capital dans un contexte de refonte réglementaire.

Nous nous sommes efforcés de mettre en perspective la comparabilité, la bonne compréhension et la pertinence des informations, tant en référentiel IFRS que dans les autres cadres conceptuels auxquels nous faisons référence dans notre analyse (*European Embedded Value* (EEV), Solvabilité II).

CHAMP DE L'ÉTUDE ET CONSTITUTION DU PANEL

Mazars a analysé au 31 décembre 2011 les rapports annuels publiés et la communication financière de 13 groupes d'assurance et de réassurance européens, publiant des comptes dans le référentiel IFRS, présentés dans le tableau ci-dessous :

Pays	Groupes d'Assurance et de Réassurance
France	Axa, Scor, CNP Assurances, Groupama[1]
Allemagne	Allianz, Munich Re
Royaume-Uni	Aviva, Old Mutual
Suisse	Swiss Life, Zurich
Pays-Bas	Aegon
Italie	Generali
Espagne	Mapfre

(1) Non coté

Le panel a été élargi ponctuellement à des bancassureurs selon les thèmes, par exemple pour les méthodologies de dépréciation des instruments financiers, ou restreint lorsque certains acteurs n'étaient pas concernés par le sujet traité.

Par ailleurs, lorsque cela nous a semblé pertinent, nous avons effectué un focus sur les pratiques observées chez certains acteurs non européens (asiatiques avec AIA (Hong-Kong) et Great Eastern (Singapour), australien avec QBE et américain (Prudential, MetLife)). Ces focus sont présentés dans des encadrés dédiés de couleur mauve.

Nous illustrons l'analyse de ces sujets par des extraits de documents de référence et de rapports annuels issus du panel observé.

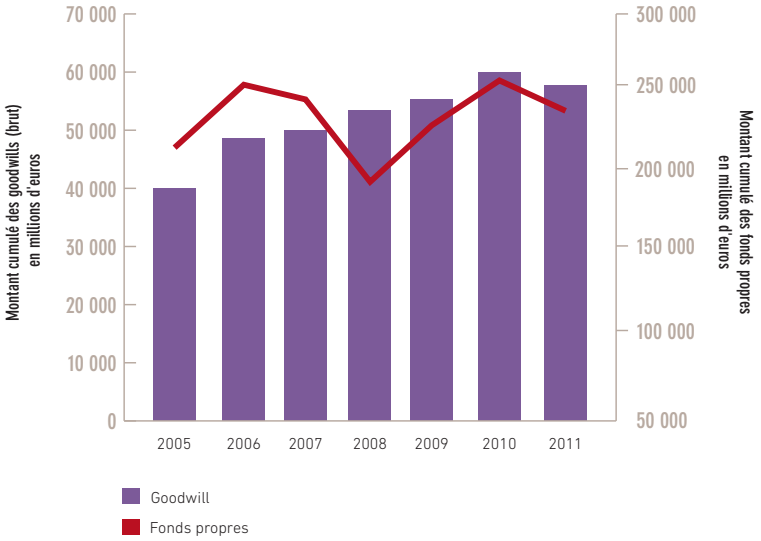
ECARTS D'ACQUISITION : TESTS DE RECOUVRABILITÉ ET INFORMATIONS FOURNIES EN ANNEXE

Dans un contexte de dégradation de l'environnement économique, nous avons choisi de consacrer notre premier axe d'analyse aux écarts d'acquisition et plus particulièrement à l'information fournie sur la justification de leur recouvrabilité au travers de l'application d'IAS 36.

1. Les conséquences de l'environnement économique et financier sur l'évolution des écarts d'acquisition et sur leur recouvrabilité

Le secteur de l'assurance a connu en Europe un volume important d'opérations de fusions acquisitions avant la crise financière. Cette forte progression des transactions a eu pour conséquence d'augmenter significativement le montant des écarts d'acquisition à l'actif du bilan des assureurs et des réassureurs (+15Mds d'euros, soit +40%, au cours de la période 2005-2008).

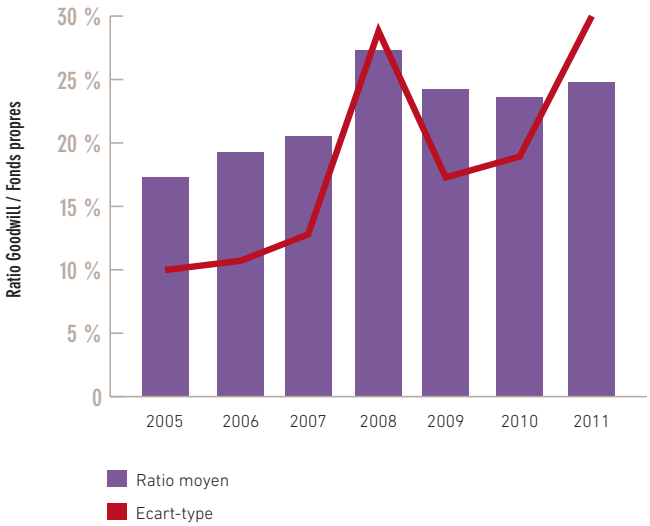
La crise financière survenue en 2008 qui s'est accompagnée d'une baisse importante et brutale des marchés financiers a évolué vers une crise économique plus profonde. Ainsi, l'année 2011 a été marquée par les effets persistants de la crise financière et les incertitudes pesant sur les dettes souveraines des pays de la zone Euro, conduisant plusieurs acteurs à ajuster leur stratégie d'investissement. Sur le panel étudié, le montant brut de goodwill (avant dépréciation) a diminué au cours de l'année 2011. Cette baisse s'explique par des cessions d'actifs qui sont pour la première fois supérieures aux nouvelles acquisitions.



Dans le même temps, les fonds propres des assureurs restent très sensibles aux évolutions des marchés financiers : après le rebond observé fin 2010, les marchés financiers ont de nouveau chuté et le montant cumulé des fonds propres de notre panel diminue de 20Mds d'euros au cours de l'exercice 2011 (soit -8%).

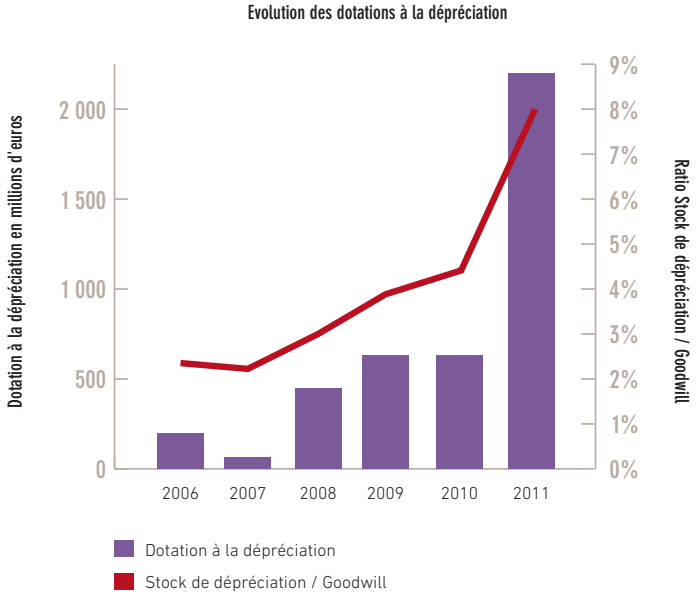
Ainsi, le ratio moyen Goodwill sur Fonds propres, présenté dans le graphique ci-dessous, est en hausse et s'établit à un niveau élevé (25% à fin 2011). L'écart-type (mesure de dispersion) de ce ratio est lui aussi en hausse reflétant :

- la disparité des ratios entre les assureurs qui s'explique par des stratégies de développement différentes ;
- mais également une sensibilité plus ou moins importante des fonds propres aux variations de marché.



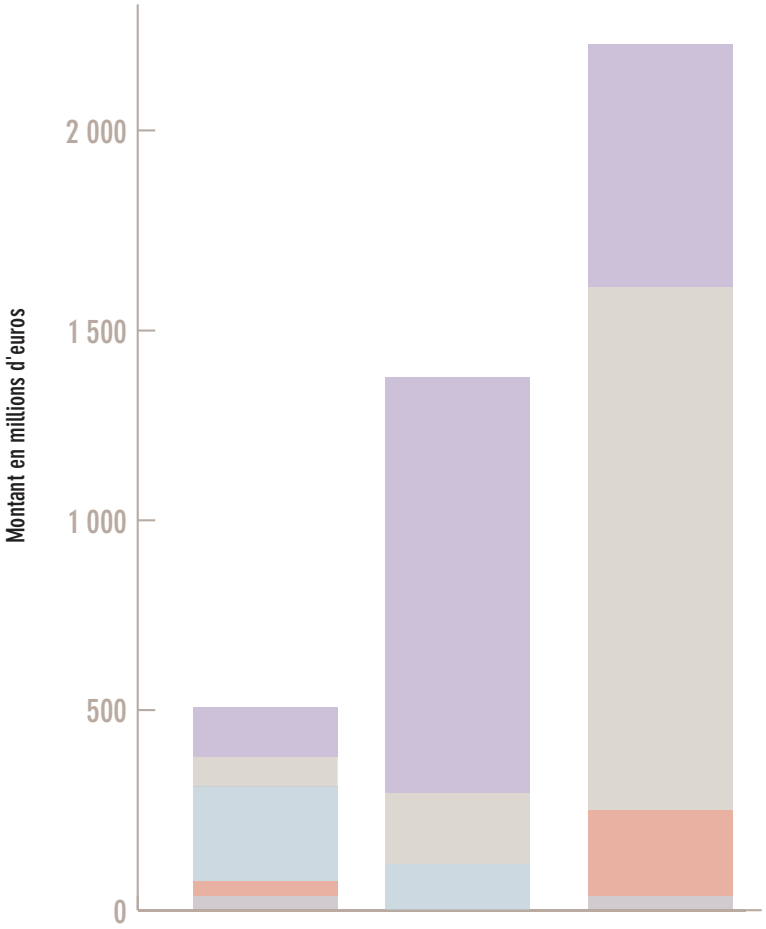
Le contexte économique et financier reste compliqué pour les assureurs. Les projections de marges futures sont toujours affectées par l'évolution des marchés financiers, par des taux d'intérêt historiquement au plus bas et par des perspectives de croissance faibles.

Les hypothèses économiques utilisées lors des tests de dépréciation se sont ainsi dégradées par rapport à celles qui prévalaient lorsque les investissements ont été réalisés. La valeur d'utilité des investissements se dégrade ce qui amène certains groupes à enregistrer des dépréciations significatives. Ce constat est illustré par le graphique ci-après qui présente l'évolution des charges de dépréciation depuis 2006.



Au sein de notre panel, on observe que la dotation aux dépréciations des goodwills s'élève à 2,2 Mds d'euros au titre de l'exercice 2011 (contre 0,7 Md d'euros en 2010 et 2009) et le stock de dépréciation atteint désormais 8% du montant total des écarts d'acquisitions. Cette évolution peut témoigner par exemple d'une dégradation des marges des entités acquises ou bien de la nécessité de modifier certains paramètres dans les modèles de valorisation pour tenir compte de la persistance de tendance de fonds (taux de rendement faibles, marchés actions dégradés durablement ou encore volatilité des marchés toujours importante…).

Répartition géographique des variations de Goodwill



Zone géographique	Entrée	Sortie	Dotation à la dépréciation
Europe	154	1 097	545
Amerique du Nord	49	141	1 417
Amerique du Sud	235	102	0
Asie	32	0	177
Non affecté	36	2	29

Par ailleurs, l'analyse des variations des goodwills bruts et des dépréciations par zone géographique (ci-dessus) est cohérente avec les orientations stratégiques affichées par les principaux assureurs européens : les nouveaux goodwills sont générés sur des acquisitions dans les pays émergents (Amérique du Sud et Brésil notamment), tandis que les cessions d'actifs et les dépréciations de l'année concernent l'Europe et l'Amérique du Nord.

Les principales conséquences de cette situation sont les suivantes :

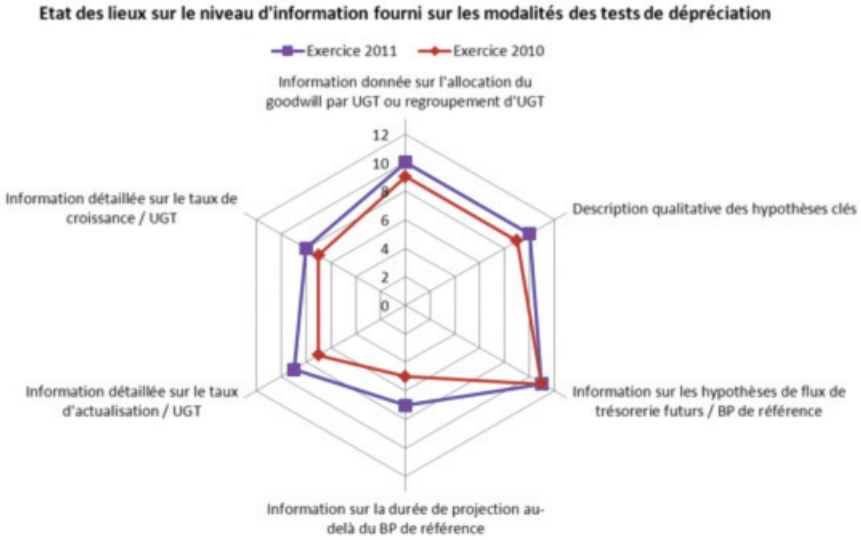
- les tests de dépréciation des goodwills sont toujours un sujet sensible de la clôture des comptes et de la communication financière,

- et le marché porte une attention croissante aux informations concernant les tests de recouvrabilité pratiqués sur les investissements réalisés ; qui permettent d'appréhender la pertinence des hypothèses retenues, les modalités de calcul ainsi que les marges disponibles via les tests de sensibilité.

2. L'information fournie en annexe sur les tests de dépréciation et leur sensibilité aux hypothèses clés est-elle suffisamment pertinente ?

Notre étude a été réalisée dans le but de vérifier l'application des principes fondamentaux de la norme IAS 36, mais également d'analyser l'information fournie par les assureurs sur la mise en œuvre des tests de dépréciation des goodwills ainsi que des tests de sensibilité.

Dans le contexte décrit précédemment, les principaux acteurs du marché ont fourni davantage d'informations par rapport aux années précédentes, pour répondre aux attentes des investisseurs, des analystes et des régulateurs. Nous constatons dans le graphique ci-dessous une amélioration générale du niveau d'information fourni sur les modalités des tests de dépréciation.

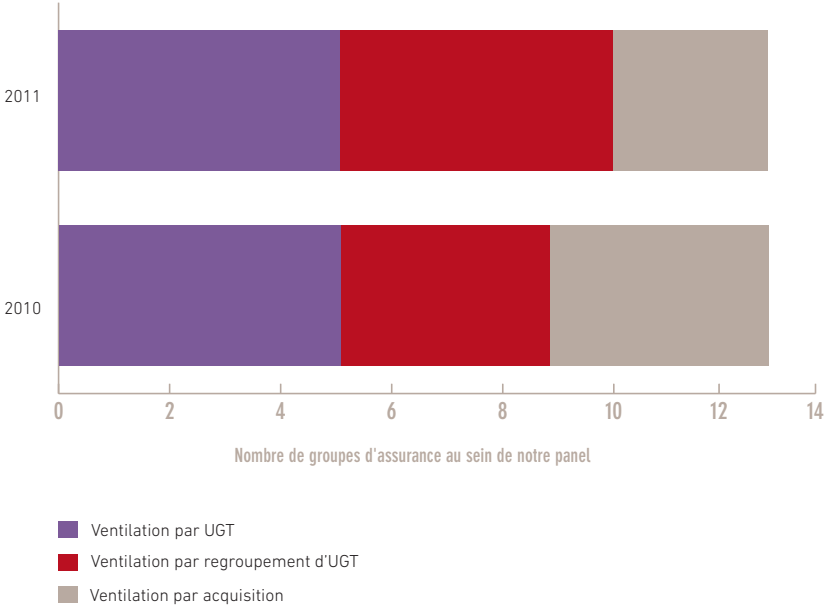


Les grands axes d'analyse retenus et détaillés ci-après sont :

- l'allocation du goodwill par unités génératrices de trésorerie ;
- la méthode de valorisation et la description qualitative de l'approche retenue pour valoriser les hypothèses clés ;
- l'information sur les hypothèses clés : flux de trésorerie futurs, durée de projection, taux de croissance et taux d'actualisation ;
- l'information sur la sensibilité du test de dépréciation.

Pour effectuer les tests de dépréciation, les écarts d'acquisition doivent être affectés à chacune des unités génératrices de trésorerie (UGT) ou groupes d'UGT qui bénéficient des synergies du regroupement d'entreprises. La norme requiert que cette ventilation soit donnée en annexe par UGT, et a minima pour les écarts d'acquisition les plus significatifs.

Focus sur l'allocation des écarts d'acquisition présentée en annexe



Lorsque la ventilation est présentée par acquisition, des compléments d'information permettent d'établir la correspondance entre les entités acquises et les UGT / segments opérationnels correspondants. Nous présentons ci-dessous deux exemples de présentation possibles :

As of December 31,	2011	
Cash generating units	Goodwill € mn	Brand names € mn
Property-Casualty		
German Speaking Countries	284	—
Europe	851	—
South America	22	—
NAFTA Markets	—	—
Global Insurance Lines & Anglo Markets	317	—
Asia-Pacific and Middle East	88	—
Central and Eastern Europe	454	24
Specialty Lines I	38	—
Specialty Lines II	18	—
Subtotal	2,072	24
Life/Health		
German Speaking Countries	592	—
Health Germany	325	—
Europe	642	—
NAFTA Markets	444	—
Asia-Pacific and Middle East	171	—
Subtotal	2,174	—
Asset Management	6,985	—
Corporate and Other		
Banking Germany	—	—
manroland AG	—	—
Selecta AG	491	286
Subtotal	491	286
Total	11,722	310

Source : Allianz, Document de référence 2011

(En millions d'euros)	Année de la transaction	Valeur brute 31 décembre 2011	Pertes de valeurs cumulées 31 décembre 2011	Valeur nette 31 décembre 2011
AXA Turquie (Oyak)	2008	216	-	216
AXA Mexique (Seguros ING)	2008	540	-	540
AXA MPS (Montepaschi)	2007 & 2008	724	-	724
AXA Grèce (Alpha Insurance)	2007	123	-	123
AXA Banque Hongrie (ELLA Bank)	2007	59	(59)	-
Swiftcover	2007	250	-	250
Royaume-Uni Vie, Épargne, Retraite [b]		599	-	599
Winterthur [b]	2006	2.605	-	2.605
MLC	2006	118	-	118
Seguro Directo	2005	31	-	31
MONY	2004	206	-	206
AXA Financial, Inc.	2000	2.915	(1.008)	1.907
Sanford C. Bernstein	2000	3.293	-	3.293
AXA UK Holdings (SLPH) [b]	2000	588	-	588
AXA Japan (Nippon Dantai) [b]	2000	1.849	(96)	1.753
AXA China Region	2000	251	-	251
AXA Aurora	2000	120	-	120
Rosenberg et autres transactions AXA IM	1999 & 2005	183	-	183
Guardian Royal Exchange [b]	1999	630	-	630
AXA Belgique (Royale Belge)	1998	452	-	452
UAP [b]	1997	457	-	457
Autres [b]		809	(1)	809
Total		**17.019**	**(1.164)**	**15.855**
dont :				
Vie, Épargne, Retraite		7.928	(1.104)	6.824
Dommages		4.502	(1)	4.502
Assurance Internationale		34	-	34
Gestion d'actifs		4.427	-	4.427
Autres		127	(59)	68

Source : AXA, Document de référence 2011

Même si la majorité des acteurs respecte la norme, la définition des UGT reste très générique (reprise du texte de la norme IAS 36). Il est donc difficile pour le lecteur des comptes d'appréhender l'approche retenue par l'entité pour identifier les UGT.

Selon l'approche d'identification des UGT ou groupes d'UGT retenue, les effets de mutualisation peuvent être différents d'un groupe à l'autre. Seuls deux assureurs du panel précisent qu'une UGT correspond à un ensemble consolidé réalisant une activité (au sens segment opérationnel) dans une même zone géographique.

Par ailleurs, dans le cas d'un regroupement d'UGT (IAS 36.80), le régulateur recommande d'expliquer et de justifier qu'il s'agit du niveau le plus fin auquel le goodwill fait l'objet d'un suivi pour des besoins de gestion interne, et qu'il n'est pas plus grand qu'un secteur opérationnel au sens d'IFRS 8.

En dépit de ces recommandations, les groupes d'assurance n'ont pas nécessairement fourni davantage d'explications sur les regroupements d'UGT. La correspondance entre la ventilation des écarts d'acquisition fournie dans le cadre des tests de dépréciation et celle des actifs incorporels par secteur opérationnel est néanmoins présentée quasi systématiquement.

La méthode de valorisation et la description qualitative de l'approche retenue pour estimer les hypothèses clés

Dans le cadre des tests de dépréciation des actifs incorporels, la valeur recouvrable correspond à la valeur la plus élevée entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité. En pratique, nous constatons que la valeur d'utilité est plus fréquemment retenue, introduisant une part importante de jugement dans le processus de justification de ces actifs.

Il est essentiel de préciser la méthode de valorisation utilisée et d'expliciter l'approche retenue pour valoriser les hypothèses clés du modèle. L'approche « *Discounted Cash Flow* » constitue la méthodologie la plus répandue, et pour les activités d'assurance vie, les modèles du type « *Embedded Value* » sont le plus souvent employés.

Nous avons constaté que la majorité des acteurs européens donne une description qualitative du processus de valorisation et des hypothèses clés. Toutefois si la méthode de valorisation est systématiquement donnée, l'information sur le calibrage des hypothèses clés n'est pas exhaustive et reste hétérogène. Il est notamment

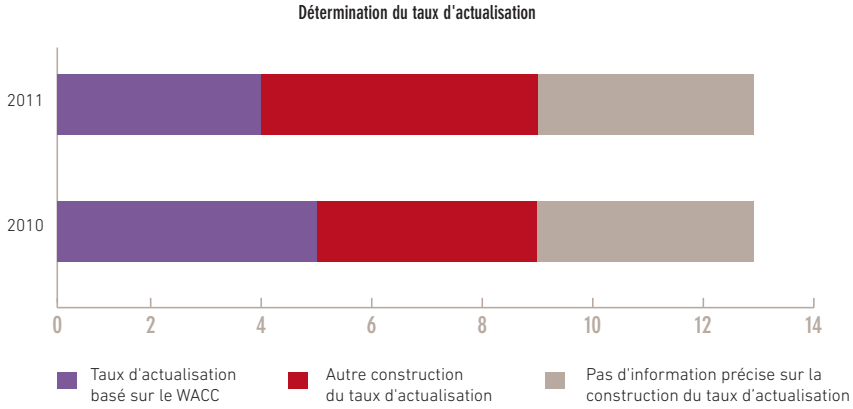
difficile de savoir si les valeurs servant de référence proviennent de l'expérience passée ou de sources d'information externes.

Le mode de détermination du taux de croissance est rarement détaillé. L'information sur le taux d'actualisation qui est une des hypothèses centrales de la communication sur les tests de dépréciation des goodwills, dès lors que les cashs flows utilisés ne reflètent pas d'incertitude, est plus précise mais les méthodes restent hétérogènes.

La norme précise que le taux d'actualisation doit refléter l'appréciation par le marché des risques spécifiques associés aux flux de trésorerie estimés de l'actif. Le coût moyen pondéré du capital (WACC) constitue un bon point de départ, et est l'approche la plus communément utilisée.

Toutefois, la mise en pratique de l'approche WACC est variable selon les acteurs, s'agissant notamment des modalités de son ajustement aux risques spécifiques. Selon la norme, le taux d'actualisation doit être basé sur des données de marché et non sur des données propres à l'entreprise, ne prenant pas en compte par exemple sa structure d'endettement.

Par ailleurs, il existe un large panel de méthodes alternatives à celle du taux WACC (cinq méthodes différentes ont été clairement identifiées au sein de notre panel). Ces pratiques hétérogènes rendent difficiles, encore une fois, la comparabilité des états financiers.



Notons enfin que quatre acteurs de notre panel utilisant une autre construction du taux précisent dans leur annexe que le taux d'actualisation utilisé est cohérent avec le taux WACC.

Nous vous présentons ici quelques extraits que nous avons sélectionnés pour illustrer les constats décrits précédemment :

La valeur d'utilité, généralement retenue par le Groupe, correspond à la valeur des actifs nets de l'UGT et à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs attendus des portefeuilles de contrats existants et des affaires nouvelles.

Ces flux futurs de trésorerie attendus sont déterminés sur la base d'hypothèses de continuité d'activité à long terme et, notamment, de coopération avec les partenaires bancaires, éventuellement au delà de la date de renouvellement des accords contractuels ; de prévisions validées par le Conseil d'administration et projetées en retenant des taux de croissance cohérents avec ceux habituellement retenus par le marché pour les activités concernées et des taux d'actualisation cohérents avec le coût moyen pondéré du capital.

Source : CNP Assurances, Document de référence 2011

Afin d'estimer la juste valeur de SCOR Global P&C dans le cadre des tests de dépréciation, SCOR utilise un modèle d'actualisation de flux futurs intégrant une estimation des profits futurs et d'autres ratios financiers des segments. Ces ratios se fondent sur les business plans approuvés par le Conseil d'Administration. Ces business plans incluent une évaluation des primes brutes et nettes, des ratios de sinistres et des ratios de frais généraux ainsi que des hypothèses actuarielles comme le coefficient de variation des provisions nettes ultimes ou encore le délai moyen de paiement des provisions existantes et les prévisions d'activité. Afin d'actualiser les flux futurs, SCOR utilise le taux d'intérêt sans risque de l'euro ainsi que le coût du capital estimé de SCOR 8,97% dérivé du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers ("MEDAF"). SCOR utilise des hypothèses de taux de croissance prudentes dans le cadre de ses modèles d'évaluation.

Source : SCOR, Document de référence 2011

fair value of the CGU is determined on the basis of current market quotation or usually adopted valuation techniques (mainly DDM or appraisal value based on EBS). The Dividend Discount Model is a variant of the Cash flow method. In particular the Dividend Discount Model, in the excess capital methodology, states that the economic value of an entity is equal to the discounted dividends flow calculated considering the minimum capital requirements. Such models are based on projections on budgets/forecasts approved by management or conservative or prudential assumptions covering a maximum period of five years. Cash flow projections for a period longer than five years are extrapolated using estimated among others growth rates. The discount rates reflect the free risk rate, adjusted to take into account specific risks.

Source : Generali, Document de référence 2011

L'information fournie sur les hypothèses clés telles que les flux de trésorerie futurs, la durée de projection, le taux de croissance et le taux d'actualisation

En complément de la description qualitative de l'approche retenue et des modèles de valorisation, la norme requiert également une information sur le calibrage retenu pour les hypothèses clés suivantes :

- les flux futurs de trésorerie sur lesquels sont basées les projections ;
- la période de projection des flux et sa justification si elle excède 5 ans ;
- le taux de croissance utilisé pour extrapoler les flux au-delà de la période ;
- le taux d'actualisation.

Pour chacune de ces hypothèses clés, nous avons analysé la pertinence et le niveau de détail de l'information fournie. Le constat est globalement satisfaisant sur chaque axe d'analyse, une majorité croissante d'acteurs donnant une information détaillée UGT par UGT. En revanche, seuls trois acteurs sur treize sont totalement exhaustifs en définissant l'ensemble des hypothèses clés UGT par UGT.

Pour les tests de dépréciation, les entités utilisent en général un Business Plan de référence portant sur trois à cinq ans et approuvé par la Direction. La période de projection des flux au-delà de la vision donnée par le business plan n'est cependant pas systématiquement précisée. Pour autant, cette information est essentielle pour apprécier le poids des affaires nouvelles dans la valeur d'utilité, notamment par rapport à un scénario de « run-off ». Nous présentons ci-après un exemple de bonne pratique sur le sujet :

Les flux de trésorerie futurs attendus sont issus des prévisions d'activité (2011-2016) validées par la direction, extrapolées en tenant compte d'un taux de croissance stable (entre 1,9% et 3,2%) des affaires nouvelles de 2015 à 2034 (date de la fin contractuelle de l'accord avec Barclays) et actualisés respectivement à un taux après impôts de 8,36% pour les activités espagnoles, 12,2% pour les activités portugaises et 8,5% pour les activités italiennes.

Source : CNP Assurances, Document de référence 2011

L'information concernant les taux d'actualisation et les taux de croissance est également plus détaillée cette année. Les acteurs du marché ont tenté au vu du contexte de répondre aux attentes des utilisateurs des états financiers. Notons aussi que le taux d'actualisation reste le cœur de l'information sur les tests de dépréciation des goodwills.

Nous avons retenu trois présentations différentes, mais complètes, des valeurs utilisées pour le taux de croissance et le taux d'actualisation :

Cash generating unit	Discount rate %	Eternal growth rate %
Property-Casualty		
German Speaking Countries	7.4	1.0
Europe	8.0	1.0
South America	16.3	3.0
Asia-Pacific and Middle East	9.5	3.0
Central and Eastern Europe	10.5	2.4
Global Insurance Lines & Anglo Markets	8.1	1.0
NAFTA Markets	8.0	1.0
Specialty Lines I	7.7	1.0
Specialty Lines II	7.9	1.0
Asset Management	9.0	1.0
Banking		
Banking Germany	8.5	1.0

Source : Allianz, Document de référence 2011

in CHF million	Insurance Switzerland		Insurance Germany		AWD	
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
Net carrying amount of goodwill	81	81	258	265	774	794
KEY ASSUMPTIONS USED FOR IMPAIRMENT TESTS						
Growth rate	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Discount rate	9.3%	9.6%	10.5%	10.7%	9.4%	10.7%

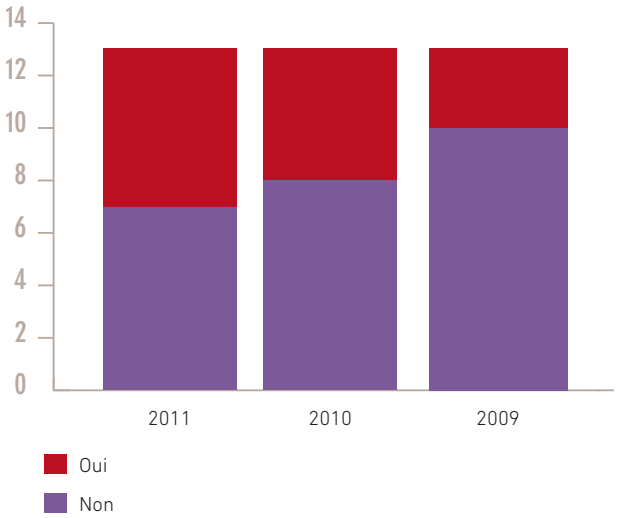
Source : Swiss Life, Document de référence 2011

- The growth rate – The rate used is an inflation based growth assumption, which varies by CGU and is based on external market factors particular to that CGU. Emerging Markets applied the growth rate of 3.4% and 4.2% respectively (2010: nil) to both its life assurance business and asset management business in Mexico and Columbia. Retail Europe, which incorporates a number of European countries, applied a weighted average calculation to determine the growth rate of 2.7% (2010: 2.8%) applied to its life assurance business and of 2.0% (2010: 1.8%) for its asset management business. Wealth Management applied 5.2% (2010: 3.7%) to both its life assurance business and asset management business in the UK, 3.4% (2010: 1.8%) in Italy and 2.3% (2010: 1.7%) in France.
- The discount rate – The applied rate used the relevant 10-year government bond rate as a starting point, which was adjusted for an equity market risk premium and other relevant risk adjustments, which were determined using market valuation models and other observable references. Rates applied were 13.1% (2010: 13.6%) for Emerging Markets, 11.7% (2010: 14.5%) for Retail Europe and 12.7% (2010: 15.8%) for Wealth Management.

Source : Old Mutual, Document de référence 2011

Nous observons que la pertinence de ces données chiffrées dépend aussi de la qualité de l'information disponible sur la détermination des hypothèses clés. En effet, nous avons vu précédemment que la description de l'approche retenue manquait régulièrement de précision. Ainsi, au cas particulier de l'assurance vie, le taux d'actualisation doit être apprécié au regard du taux de rendement de l'actif, pourtant cette information est inexistante au sein de notre panel. L'information comparative d'un exercice à l'autre des taux d'actualisation est de plus en plus présente, mais ne concerne encore que la moitié des acteurs.

Le taux d'actualisation N-1 est-il communiqué ?



Par ailleurs, lorsqu'au sein d'un groupe d'UGT, différentes valeurs sont utilisées pour une même hypothèse clé, il est recommandé aux émetteurs de fournir une information détaillée par sous-groupe homogène. Pour prendre l'exemple d'une organisation par zone géographique correspondante à un continent, un émetteur peut tester ses actifs incorporels au niveau de chacun des grands pays de ce continent. Dans un tel cas, il convient de fournir une information individualisée par pays sur les hypothèses clés retenues plutôt qu'une information globale, par exemple sous forme de fourchette, pour tout un continent. Nous avons pu constater que cette recommandation a été suivie par sept entités de notre panel.

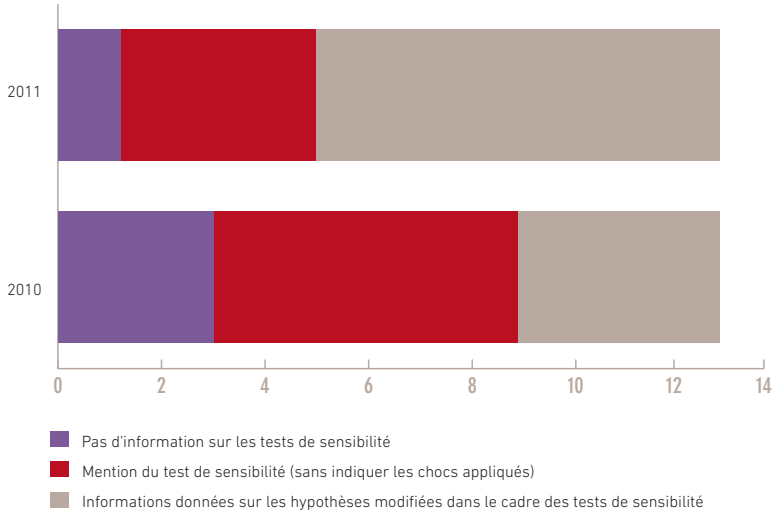
Bien que le constat général soit positif, il existe toujours des différences de granularité sur la présentation des hypothèses clés et une hétérogénéité des valeurs retenues au sein de notre panel. A titre d'exemple, on observe pour les activités d'assurance en Italie que le taux d'actualisation varie entre 7,5% et 12,7%, et le taux de croissance varie entre 2,5% et 3,4% selon les acteurs.

Il apparaît donc pertinent de bien décrire qualitativement la méthodologie et l'approche retenues pour que les lecteurs des comptes puissent rationaliser les écarts de valeur observés.

L'information sur la sensibilité des tests de dépréciation

L'information sur la sensibilité est imposée par la norme lorsqu'un changement raisonnable d'une hypothèse clé sur laquelle la direction a fondé sa détermination de la valeur recouvrable de l'unité pourrait conduire à ce que la valeur comptable de l'UGT excède sa valeur recouvrable.

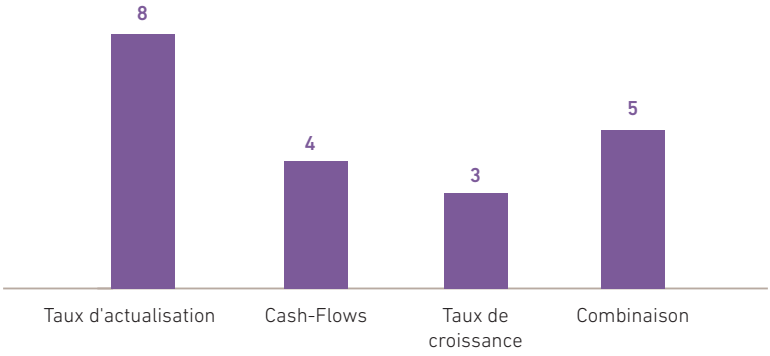
Niveau d'information sur les tests de sensibilité (IAS 36.134 et paragraphe 125 à 129 d'IAS 1)



Sur ce thème, nous observons une tendance consistant à fournir davantage d'informations qui confirme l'érosion des marges de manœuvre sur la recouvrabilité

de ces actifs incorporels. En 2011, huit groupes au sein du panel indiquent les variations appliquées aux hypothèses clés alors que seulement quatre d'entre eux avaient fourni cette information en 2010.

Hypothèses clés modifiées dans le cadre des tests de sensibilité



Le taux d'actualisation reste l'hypothèse clé la plus modifiée dans le cadre des tests de sensibilité, mais les autres hypothèses clés sont de plus en plus challengées. Notons également que cinq acteurs ont réalisé des simulations en modifiant une combinaison de plusieurs hypothèses ce qui répond aux recommandations des régulateurs.

La présentation des sensibilités en utilisant des scénarii de variations de l'ensemble des hypothèses clés correspond à une bonne pratique pour informer l'utilisateur des états financiers, lorsque ces hypothèses s'avèrent corrélées. Nous avons retenu cet exemple de présentation sur les résultats des tests de sensibilité :

S'agissant cependant de l'écart d'acquisition de l'unité génératrice de trésorerie des pays de l'Europe centrale et orientale, une hausse de 100 points de base du taux d'escompte conduirait à un besoin de couverture supplémentaire de 57 millions d'euros (alors qu'une variation de 100 points de base à la baisse du taux d'escompte se traduirait par un effet de couverture favorable de 85 millions d'euros). Sur cette même unité génératrice de trésorerie, le test de sensibilité portant sur le taux de croissance à long terme aurait aussi un effet défavorable en couverture de 31 millions d'euros si celui-ci baissait de 50 points de base (il serait en excédent de 37 millions d'euros avec une variation favorable de + 50 points de base).

En ce qui concerne l'écart d'acquisition de l'unité génératrice de trésorerie de la filiale grecque, Groupama Phoenix, une hausse de 100 points de base du taux d'escompte conduirait à un besoin de couverture supplémentaire de 5 millions d'euros (alors qu'une variation de 100 points de base à la baisse du taux d'escompte se traduirait par un effet de couverture favorable de 6 millions d'euros). Le test de sensibilité portant sur le taux de croissance à long terme a un impact négligeable (avec une variation favorable de + 50 points de base, il serait en excédent de 1 million d'euros).

Sur ces deux unités génératrices de trésorerie, un test de sensibilité à la baisse de 10% a par ailleurs été réalisé sur le niveau d'atteinte des cash flows futurs. Ce test aurait un effet défavorable à hauteur de 13 millions d'euros sur la Grèce et de 63 millions d'euros sur les pays de l'Europe centrale et orientale.

La réalisation simultanée de tous les scenarii adverses ou favorables aurait un impact quasi-identique au cumul des impacts pris isolément.

Source : Groupama, Document de référence 2011

Même si l'utilisation de scenarii de variation de plusieurs paramètres structurants pour la réalisation des tests de sensibilité apparaît comme une bonne pratique, elle est complexe et peut produire des résultats difficiles à expliquer.

Lorsque la sensibilité de la valorisation de l'actif considéré est soumise à des variations d'hypothèses clés susceptibles de se traduire par une perte de valeur, y compris lorsque cette perte de valeur a été comptabilisée, l'application des normes IAS 36 et IAS 1 conduit à indiquer la sensibilité de cette valeur.

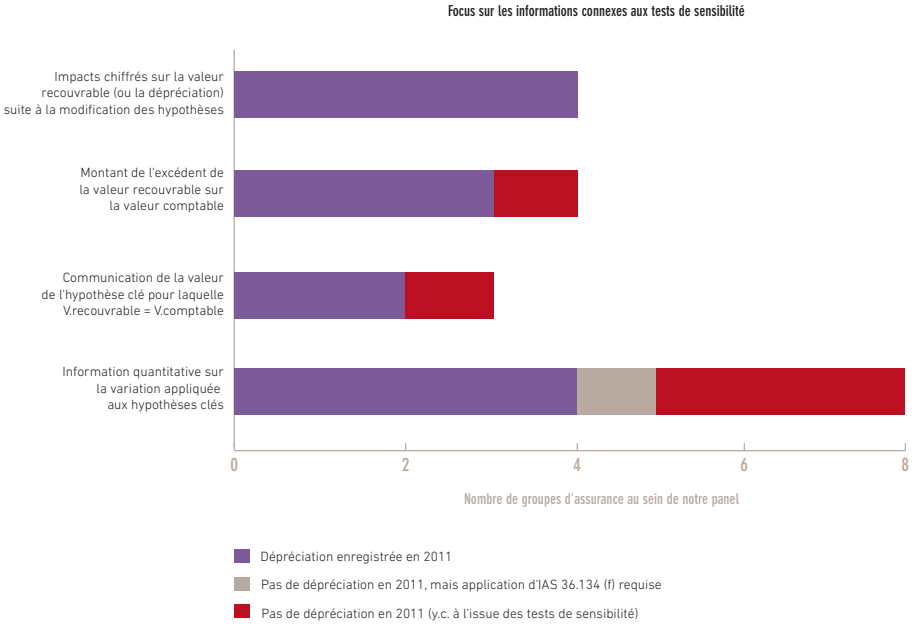
Plus particulièrement, la norme IAS 36 précise dans son paragraphe 134 (f) l'information à fournir lorsque le résultat des tests de sensibilité est tel qu'« un changement raisonnablement possible d'une hypothèse clé sur laquelle la direction a fondé sa détermination de la valeur recouvrable de l'unité pourrait conduire à ce que la valeur comptable de l'UGT excède sa valeur recouvrable ».

Dans le cas où le paragraphe 134 (f) doit s'appliquer, la liste des informations à fournir concernant la sensibilité des tests à une modification d'un ou plusieurs critères retenus dans le calcul de la valeur recouvrable est la suivante :

- la nouvelle valeur attribuée à l'hypothèse clé ;
- la valeur du changement à apporter aux hypothèses clés pour atteindre le seuil de dépréciation ;

- le montant de l'excédent de la valeur recouvrable de l'unité sur sa valeur comptable.

L'analyse de la communication des groupes concernés nous amène à constater que le panorama est encore très hétérogène :



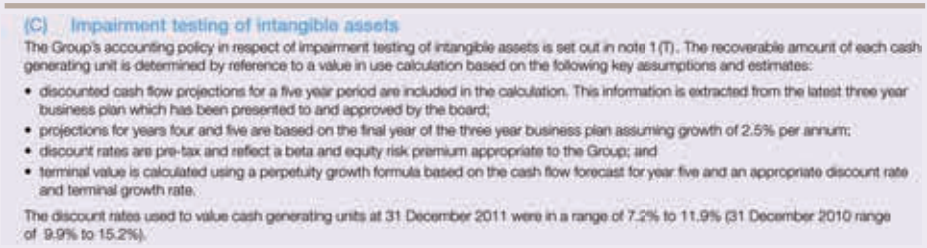
Seuls trois acteurs, dont deux ayant enregistré une dépréciation au cours de l'exercice 2011, répondent en tout point aux exigences de la norme. On peut également observer que le niveau d'information n'est pas toujours cohérent avec les conclusions des tests de sensibilité.

Les publications des assureurs américains et asiatiques, que nous avons étudiées sur ce thème, sont soumises aux mêmes contraintes de transparence financière que les acteurs européens, les pratiques de communication apparaissent néanmoins distinctes. Nous retenons de cette analyse que :

- la description du processus de test de dépréciation des goodwills (en deux étapes par exemple chez Prudential) et de manière générale l'information qualitative est particulièrement complète, ce qui permet de comprendre l'enchaînement des différentes analyses réalisées lors du test ;

- à contrario, les données chiffrées ainsi que les valeurs affectées aux hypothèses clés sont plus rares ;

- l'écart entre la valeur comptable et la valeur d'utilité, le niveau de dépréciation et l'impact des tests de sensibilité sont régulièrement exprimés en pourcentage de la valeur comptable.



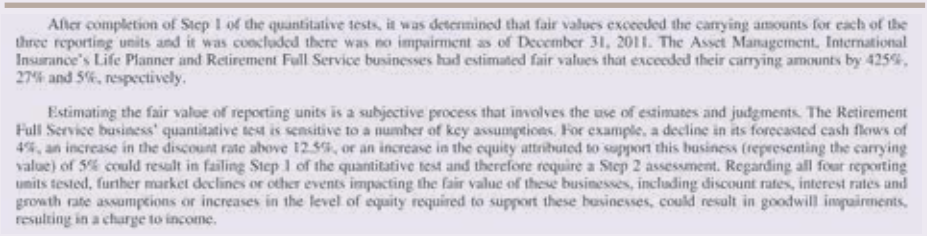
(C) Impairment testing of intangible assets

The Group's accounting policy in respect of impairment testing of intangible assets is set out in note 1(T). The recoverable amount of each cash generating unit is determined by reference to a value in use calculation based on the following key assumptions and estimates:

- discounted cash flow projections for a five year period are included in the calculation. This information is extracted from the latest three year business plan which has been presented to and approved by the board;
- projections for years four and five are based on the final year of the three year business plan assuming growth of 2.5% per annum;
- discount rates are pre-tax and reflect a beta and equity risk premium appropriate to the Group; and
- terminal value is calculated using a perpetuity growth formula based on the cash flow forecast for year five and an appropriate discount rate and terminal growth rate.

The discount rates used to value cash generating units at 31 December 2011 were in a range of 7.2% to 11.9% (31 December 2010 range of 9.9% to 15.2%).

Source : QBE, Document de référence 2011



After completion of Step 1 of the quantitative tests, it was determined that fair values exceeded the carrying amounts for each of the three reporting units and it was concluded there was no impairment as of December 31, 2011. The Asset Management, International Insurance's Life Planner and Retirement Full Service businesses had estimated fair values that exceeded their carrying amounts by 425%, 27% and 5%, respectively.

Estimating the fair value of reporting units is a subjective process that involves the use of estimates and judgments. The Retirement Full Service business' quantitative test is sensitive to a number of key assumptions. For example, a decline in its forecasted cash flows of 4%, an increase in the discount rate above 12.5%, or an increase in the equity attributed to support this business (representing the carrying value) of 5% could result in failing Step 1 of the quantitative test and therefore require a Step 2 assessment. Regarding all four reporting units tested, further market declines or other events impacting the fair value of these businesses, including discount rates, interest rates and growth rate assumptions or increases in the level of equity required to support these businesses, could result in goodwill impairments, resulting in a charge to income.

Source : Prudential, Document de référence 2011

3. Conclusion

L'information fournie par les assureurs européens couvre la majorité des exigences de la norme IAS36, même s'il existe encore une marge de progression pour répondre précisément à l'ensemble des éléments à communiquer selon la norme, notamment les tests de sensibilité et la justification des hypothèses. La qualité et la précision des informations restent néanmoins hétérogènes ce qui rend difficile la comparabilité entre les groupes.

Dans ce contexte économique difficile et incertain, la plupart des acteurs du marché ont su faire évoluer leur communication financière pour répondre aux attentes croissantes des utilisateurs des états financiers. Nous constatons aussi une réduction des marges de manœuvre qui génère des dépréciations significatives cette année et les premiers effets des réorientations stratégiques prises par les grands groupes d'assurance européens en termes d'investissement.

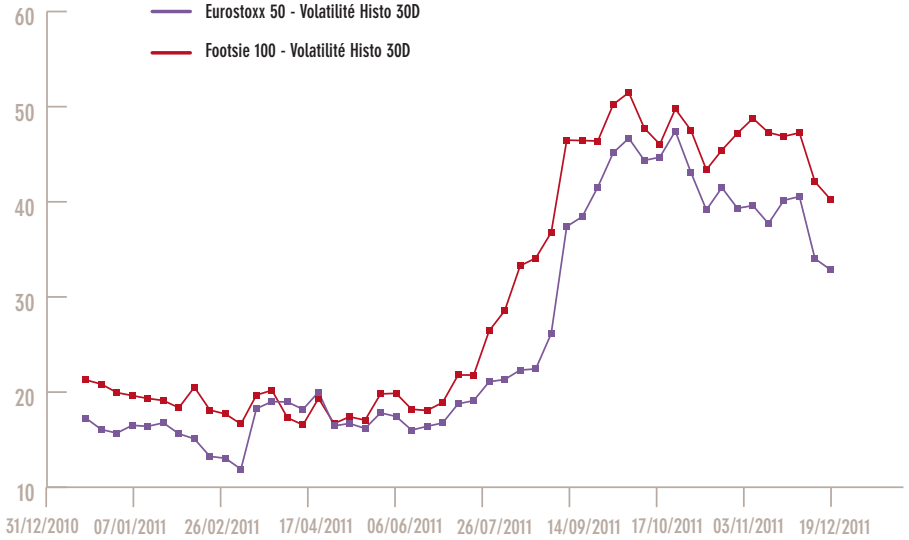
Les grands groupes d'assurance restent exposés à des risques qui pourraient dégrader davantage les plans prévisionnels et autres hypothèses retenues pour la valorisation de leurs activités. Par conséquent, les tests de dépréciation des écarts d'acquisition constitueront sans doute à nouveau un point d'attention pour la clôture des comptes annuels 2012.

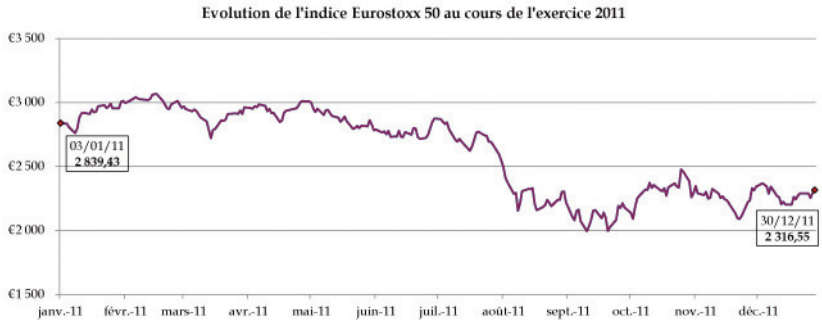
SUIVI DES PROBLÉMATIQUES COMPTABLES LIÉES AUX ACTIFS FINANCIERS

1. Rappel des conditions de marché à fin 2011

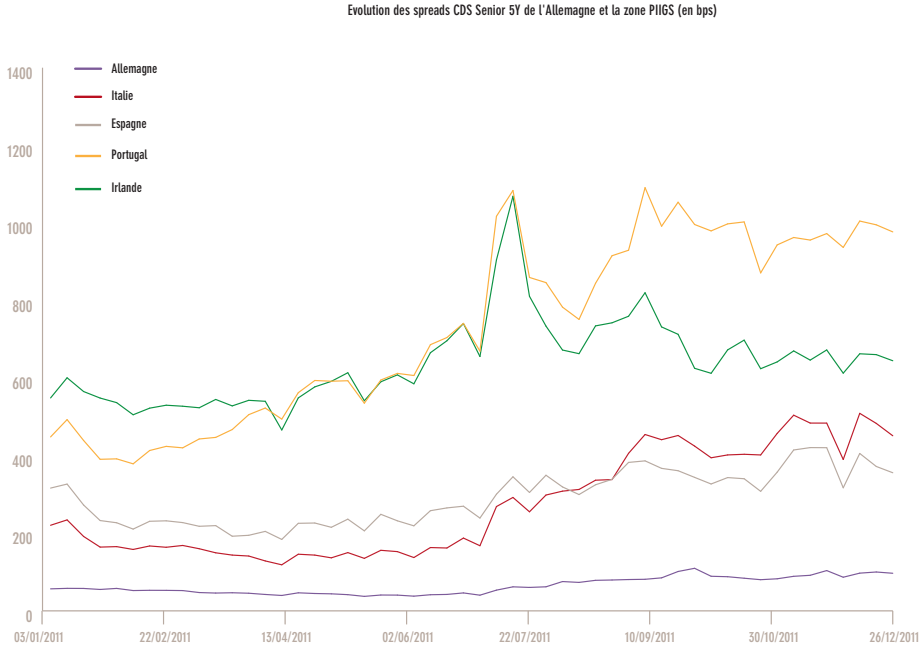
En 2011, les assureurs et réassureurs européens ont de nouveau dû faire face à une année marquée par des conditions de marché difficiles.

Le marché action en Europe a connu une volatilité toujours élevée et a enregistré une baisse de 18% sur l'exercice.





Dans le même temps, le marché des instruments de dette a été fortement impacté par la crise des dettes souveraines européennes. Cette crise s'est traduite par un écartement significatif des spreads de crédit des émetteurs souverains de certains pays de la Zone Euro.



Dans ce contexte, les problématiques de dépréciation des actifs financiers sont toujours au cœur des processus de clôture des comptes tant pour les instruments de capitaux propres que pour les instruments de dette.

L'information fournie à ce titre est essentielle aux lecteurs des comptes pour appréhender dans quelle mesure les pertes latentes sont reflétées dans le niveau de résultat présenté par les groupes d'assurance et de réassurance. Seule une grande transparence sur les règles de dépréciation utilisées permet une bonne comparabilité. Nous avons orienté notre étude en ce sens en distinguant les règles applicables aux instruments de capitaux propres et celles retenues pour les instruments de dette.

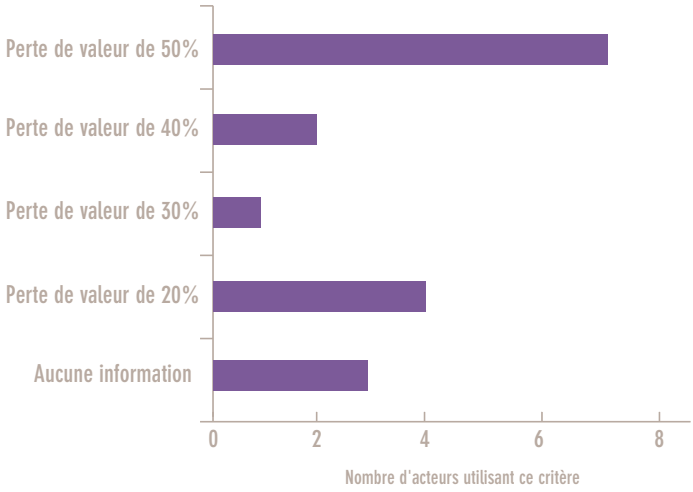
2. Dépréciation des instruments de capitaux propres classés en titres disponibles à la vente

Depuis 2008, la situation des marchés actions est dégradée. Cette tendance prolongée renforce, pour la clôture 2011, l'attente des lecteurs des comptes sur l'information présentée en annexe concernant les règles de dépréciation éventuelle des instruments de capitaux propres.

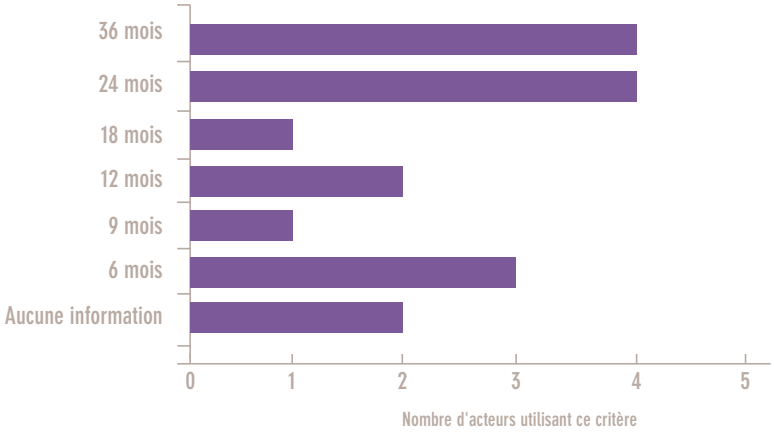
En effet, selon la norme IAS 39, outre la notion de baisse importante, la baisse prolongée de la juste valeur d'un placement en deçà de son coût d'acquisition constitue une indication objective de dépréciation. Le caractère prolongé de la baisse des marchés action a ainsi conduit les assureurs et les réassureurs à enregistrer davantage de dépréciations sur l'exercice 2011. Sur la base des informations observables sur le panel étudié, les montants des dotations aux dépréciations actions ont été multipliés par deux en 2011 par rapport à la clôture 2010.

Si la norme indique qu'un instrument de capitaux propres doit être déprécié en cas de perte de valeur significative ou durable, le calibrage des critères de dépréciation est quant à lui laissé à l'appréciation du management constituant ainsi une source d'hétérogénéité qui s'est traduite encore en 2011 par des différences importantes dans les critères retenus.

Critère de perte de valeur significative



Critère de perte de valeur durable



Notons que certains groupes ne publient toujours pas les critères de dépréciation utilisés.

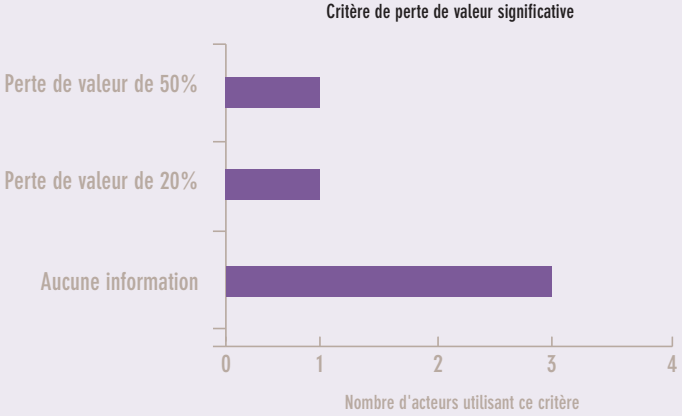
Par ailleurs, la norme n'exclut pas explicitement une modification du calibrage des critères dans le temps. En 2011, comme en 2010, certains acteurs ont fait évoluer leur appréciation et donc les critères retenus.

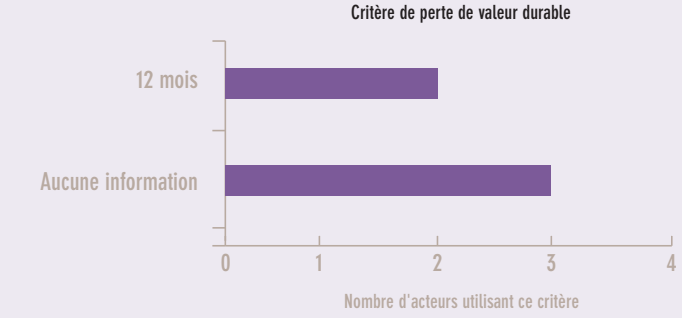
En 2010, les changements effectués avaient pour principal objectif d'allonger la durée d'observation d'une perte de valeur durable. Les changements observés sur 2011 ont une finalité de mise en conformité des critères retenus avec les interprétations de l'IFRIC sur la définition du caractère prolongé de la perte de valeur. Deux acteurs ont ainsi mis fin à leur pratique consistant à combiner le critère de durée avec un déclin d'une ampleur exprimée en pourcentage du coût historique (formulation du type : « Déclin de x% ou déclin prolongé sur y mois durant lesquels le déclin est de z% au moins »).

Notons que les acteurs ayant modifié leur critère de dépréciation n'ont pas appliqué les dispositions d'IAS 8 en mentionnant en annexe « la nature et le montant de tout changement d'estimations ayant une incidence sur la période considérée » et en indiquant le montant de dépréciation qui aurait été comptabilisé si les critères n'avaient pas été modifiés. Ce point avait pourtant fait l'objet de recommandations de la part de certains régulateurs nationaux.

En conclusion, l'hétérogénéité des méthodes utilisées rend la comparaison entre les acteurs difficile.

L'information sur les critères de dépréciation est fournie dans les états financiers des acteurs américains. En revanche, les acteurs asiatiques ne communiquent pas sur cette information.





3. Dépréciation des titres de dette et en particulier des dettes souveraines

L'année 2011 a été marquée par l'intensification de la crise des dettes souveraines en Europe. Cette crise se concrétise par un écartement des spreads de crédit des pays en difficulté générant des baisses significatives de la juste valeur des titres émis par ces derniers et par un événement de crédit sur les titres grecs.

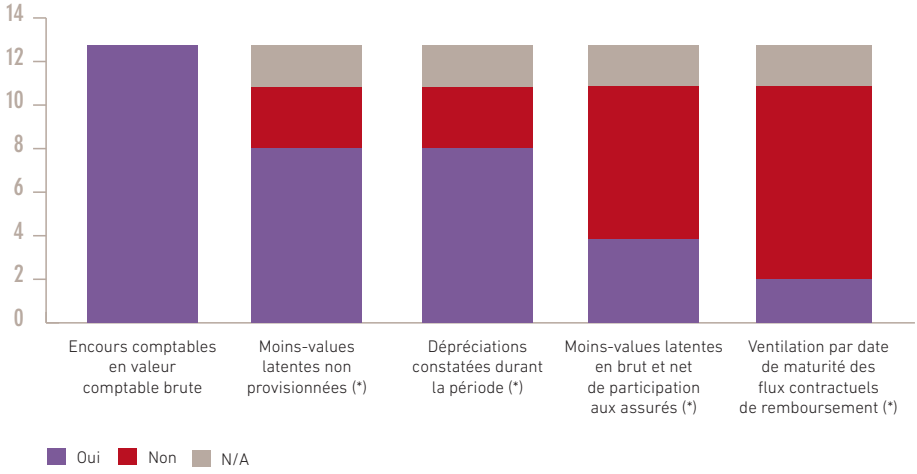
Ce contexte de crise a renforcé les attentes des lecteurs des comptes sur l'information à fournir dans les rapports annuels quant à l'exposition des groupes d'assurance et de réassurance aux dettes souveraines et aux problématiques comptables liées à cet environnement stressé :

- détermination de la Juste Valeur dans des conditions de marché atypiques ;
- déclenchement des dépréciations ;
- montant des dépréciations.

Concernant l'information fournie par les acteurs de notre panel sur leur exposition aux dettes souveraines émises par les pays qui rencontrent le plus de difficultés, on note une densification de l'information chez tous les acteurs par rapport à 2010. Nous avons analysé l'information fournie au regard des éléments d'information qui nous semblent pertinents.

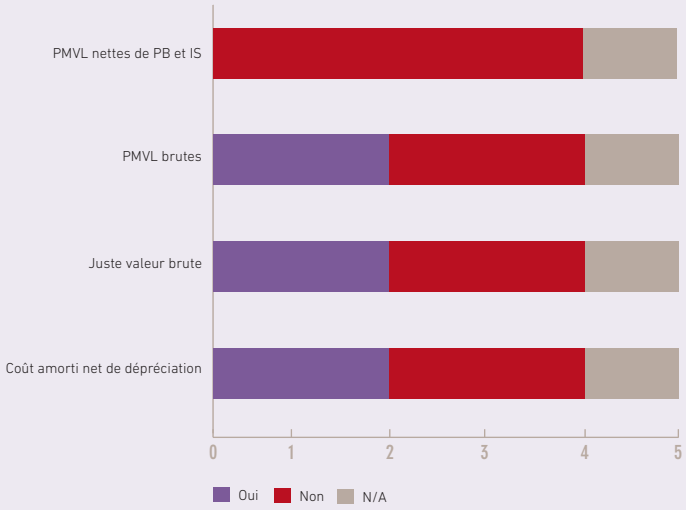
Parmi les treize acteurs de notre panel, tous ont communiqué leur exposition brute aux dettes souveraines contre huit seulement en 2010. Huit d'entre eux ont fourni le montant des moins-values latentes non provisionnées et les montants de dépréciation enregistrés durant la période. Seuls deux acteurs ont précisé la ventilation par date de maturité des flux contractuels de remboursement. Quatre acteurs distinguent les effets bruts et nets de participation aux bénéfices et d'impôt différé tout en précisant, pour la majorité d'entre eux, que ces impacts sont théoriques et pourraient évoluer selon le rythme de réalisation des moins-values latentes. Une information plus détaillée et systématique sur ces effets permettrait de renforcer la comparabilité entre les acteurs.

Nombre d'acteurs communiquant sur les thèmes recommandés par les régulateurs



(*) : Les sociétés dont l'exposition aux dettes souveraines PIIGS n'est pas matérielle sont présentées en "N/A"

Les acteurs américains ont également communiqué sur leur exposition aux dettes souveraines européennes émises par les pays en difficulté.



En revanche, les acteurs asiatiques n'ont pas donné d'information sur ce sujet dans la mesure où leur exposition est moins significative.

Le renforcement des attentes du marché et des régulateurs a donc contribué à améliorer l'homogénéité de l'information fournie par les différents acteurs.

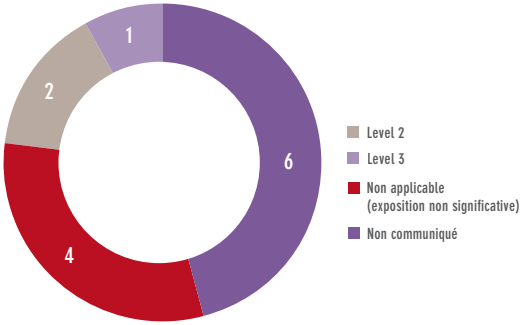
Le renforcement des exigences des utilisateurs des comptes ne se limite pas à la communication de l'exposition. Elles concernent également les positions retenues sur les principales problématiques comptables liées à ces instruments du fait de la dégradation continue du marché de la dette en 2011.

La première problématique née de ce contexte est la détermination de la juste valeur des titres de dette souveraine dans des conditions de marché atypiques. L'appréciation de l'activité du marché par les acteurs du panel se traduit chez certains par une communication explicite du classement des dettes souveraines émises par les PIIGS en niveau 2 ou 3 dans la hiérarchie de juste valeur au sens d'IAS 39. Cette problématique est particulièrement structurante au cas particulier des titres grecs dans la mesure où le recours à un modèle ou au marché pour déterminer la juste valeur a un impact direct sur le compte de résultat de la période via le déclenchement de la dépréciation. A ce titre, on a pu observer une attente particulière de la part des régulateurs nationaux et des instances européennes sur la correcte application des IFRS sur le traitement des dettes souveraines.

Au cas particulier de la Grèce, lors de l'arrêté des comptes semestriels au 30 juin 2011, de nombreux acteurs avaient jugé le marché comme étant inactif et avaient donc eu recours à des techniques de valorisation dit « *Marked to Model* » pour valoriser ces instruments. Cette pratique a suscité de vives réactions de la part de l'IASB et de l'ESMA. Ce dernier, dans une publication de novembre 2011, a considéré que le marché était actif à l'exception de quelques titres qui auraient pu être valorisés en « *Marked to Model* » remettant ainsi en question la position retenue par certains acteurs du marché.

Dans ce contexte, ce sujet était sous haute surveillance au 31 décembre 2011. Or la détermination de la juste valeur des titres grecs n'a pas fait l'objet d'une communication spécifique de la part de la majorité des acteurs dans le cadre de la communication des informations exigées par IFRS 7 sur la hiérarchie de juste valeur :

Classification de la dette souveraine grecque



La qualité des informations fournies sur la classification par niveau de juste valeur a été mise en cause par l'ESMA dans sa publication du 26 juillet 2012. Dans les cas où la classification est fournie, l'ESMA souligne que les choix du management ne font généralement pas l'objet d'une justification suffisante.

La deuxième problématique comptable issue de ce contexte de crise des dettes souveraines est le déclenchement de la dépréciation des titres de dette. La norme IAS 39 est peu prescriptive sur la notion d'indice objectif de dépréciation et laisse une part importante au jugement.

Dans leur rapport annuel, les acteurs de notre panel apportent peu de précisions sur le processus d'identification des titres devant faire l'objet d'une dépréciation dans leur description des principes comptables. Ils se contentent majoritairement de rappeler la norme en indiquant une liste non exhaustive des différentes natures d'indices retenus : incident de paiement chez l'émetteur, défaut de paiement, risque de contrepartie avéré, dégradation de notation, disparition d'un marché actif, etc.

L'information disponible dans les rapports annuels ne permet donc pas de comprendre précisément les analyses qui sont menées sur les titres de dette, et

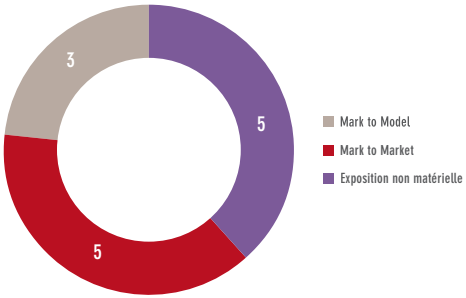
notamment le déclenchement de la dépréciation. Pour autant, cette information est très utile dans un contexte de crise de la dette souveraine en Europe.

En l'absence d'événement de crédit, la position retenue par la majorité des acteurs de notre panel a été de ne pas déprécier les instruments émis par les pays en difficulté à l'exception des titres grecs. Au cas particulier de ces derniers, la position générale a été de considérer qu'il y avait une situation de perte avérée sur toutes les échéances de titres souverains émis par l'Etat grec. Une dépréciation de la dette grecque a donc été enregistrée par l'ensemble des acteurs ayant une exposition.

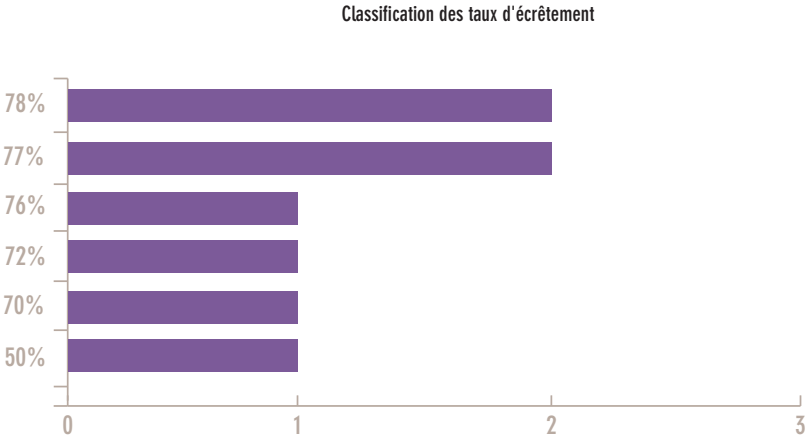
Cette homogénéité de pratique comptable sur le déclenchement de la dépréciation est à contraster avec une certaine hétérogénéité sur le niveau de dépréciation retenu et sur l'information communiquée sur ce point dans les états financiers et dans la communication financière des acteurs de notre panel.

Le niveau de dépréciation est directement lié à l'appréciation du caractère actif du marché et donc au recours ou non à des techniques de valorisation pour déterminer la juste valeur des titres. Sur le panel étudié, la majorité des acteurs ayant une exposition significative a déterminé la juste valeur par référence à la valeur de marché des lignes de titres détenues.

Classification des méthodes de valorisation



Le recours à la valeur de marché (« MtMarket ») donne une décote des titres comprise entre 76% et 78% alors que le recours à des techniques de valorisation conduit à reconnaître par résultat une décote allant de 50% à 72%.



Même si on constate un niveau de dépréciation différent d'un acteur à l'autre, le lecteur des états financiers a suffisamment d'informations disponibles pour effectuer une comparaison fiable sur ce sujet.

En revanche, la majorité des acteurs ayant eu recours à des techniques de valorisation pour déterminer la juste valeur des titres grecs n'a pas fourni d'information détaillée des méthodes et des paramètres retenus, observables ou non.

4. Participation aux bénéfices différés active (PBDA) – une information satisfaisante compte tenu des enjeux à fin 2011 ?

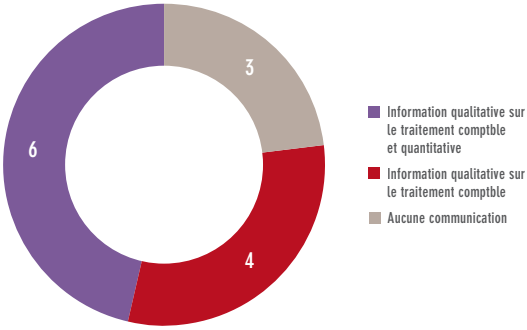
Le dernier sujet relatif au contexte difficile des marchés financiers sur lequel nous avons orienté notre étude est la participation aux bénéfices différée active. Pour mémoire, la participation aux bénéfices différée est issue de la comptabilité reflet (IFRS 4) correspondant à un ajustement qui permet de comptabiliser les effets sur la participation des assurés de la variation des plus et moins-values sur les placements, lorsque ces plus et moins-values sont reconnues en comptabilité alors qu'elles ne sont pas réalisées. Cette participation aux bénéfices différée est dite « active » lorsque les actifs financiers sont dans une situation de moins-value latente nette globale.

Les montants en jeu au 31 décembre 2011 sont revenus à des niveaux plus significatifs que ceux de 2010 suite à l'évolution des marchés, nécessitant une communication détaillée sur les éléments pertinents concernant la participation aux bénéfices différée correspondant aux moins-values latentes. On pourrait attendre des assureurs les informations suivantes :

- description de la nature des PBDA comptabilisées ;
- explication de la méthode de comptabilisation appliquée ;
- description de la méthode de détermination des hypothèses retenues pour l'évaluation des montants ;
- description sur l'origine de l'évolution des montants ;
- décription des hypothèses concernant le comportement des assurés ;
- analyse de la sensibilité des montants au regard de ces hypothèses.

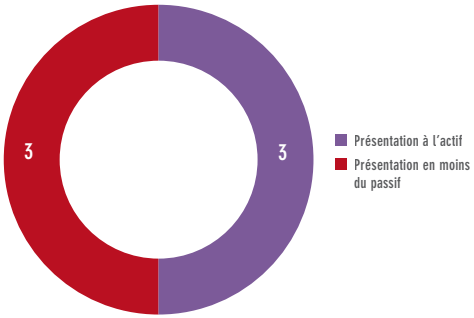
Pour la clôture 2011, le niveau d'information fourni par les acteurs concernés est hétérogène. Même si la majorité des acteurs donne une information sur les principes et les mécanismes de la comptabilité reflet utilisés pour établir leurs comptes, seuls six d'entre eux fournissent une information quantitative précise sur les montants comptabilisés au titre de la comptabilité reflet. Pour les autres acteurs, les montants sont noyés dans les provisions techniques inscrites au passif du bilan.

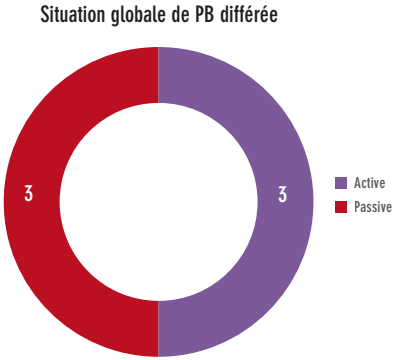
Communication sur la Participation aux Bénéfices Différée Active



Parmi le panel réduit des acteurs fournissant une information chiffrée sur les montants de participation aux bénéfices différée comptabilisés, nous avons analysé comment les montants de PBDA sont présentés en faisant le lien avec la situation nette globale de participation aux bénéfices différée.

Présentation de la PBDA au bilan





On constate que certains présentent la PBDA en diminution des passifs d'assurance lorsque d'autres la présentent distinctement à l'actif de leur bilan conformément aux recommandations de certains régulateurs nationaux. On note également que certains présentent une PBDA à l'actif de leur bilan alors qu'ils sont en situation nette globale passive de participation aux bénéfices différée.

L'hétérogénéité dans la présentation et l'insuffisance de l'information fournie constituent un frein à la comparabilité. Ce constat rappelle l'état d'avancement de la norme IFRS 4 sur les contrats d'assurance qui est encore dans une phase de transition, l'avènement de la phase II de la norme devant théoriquement faire disparaître ce type d'hétérogénéité.

ANALYSE DES INDICATEURS CONNEXES LES PLUS UTILISÉS POUR LA MESURE DE LA PERFORMANCE : STATU QUO PAR RAPPORT À 2010?

Dans un contexte financier qui reste tendu, les assureurs rencontrent toujours certaines difficultés pour traduire la performance de leur activité dans leurs comptes, d'où le recours fréquent à d'autres indicateurs que nous avons cherché à identifier et à analyser dans notre comparatif. Dans le cadre de l'assurance vie, l'*Embedded Value* constitue le principal outil de communication et de mesure de la performance.

Cet indicateur a été particulièrement décrié du fait de sa décorrélation avec les cours des groupes d'assurance. Il reste néanmoins intéressant à plus d'un titre :

- il reste un des indicateurs de base pour mesurer la rentabilité des activités Vie, et la capacité à dégager des flux de trésorerie ;
- il est l'indicateur qui se rapproche le plus du bilan prudentiel prévu dans le référentiel Solvabilité II ;
- il est toujours utilisée par une majorité d'acteurs pour répondre aux exigences d'IFRS 7 sur les informations à fournir sur la sensibilité aux risques de marché (§ 40 et §41 d'IFRS 7).

1. Rappel de la définition et évolution du cadre normatif

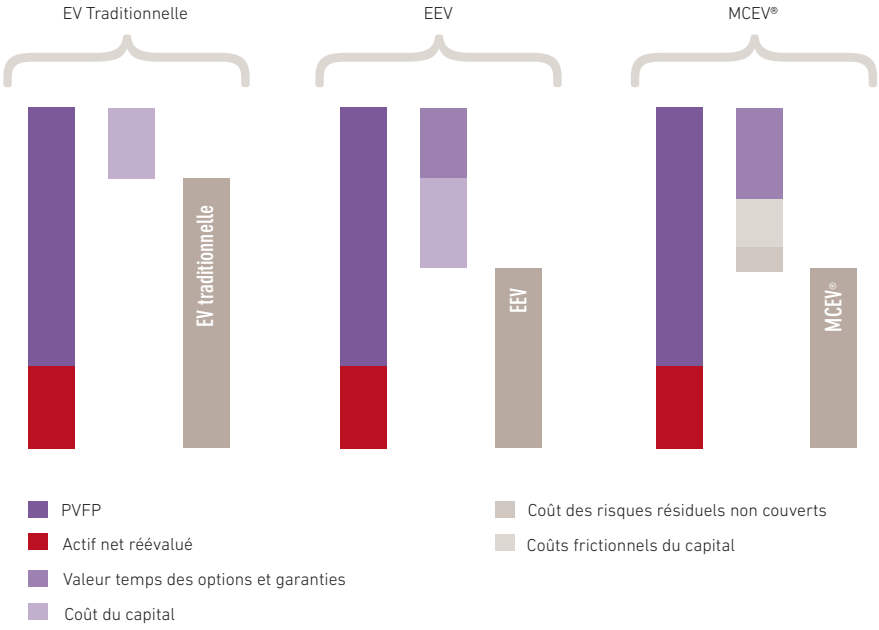
Il s'agit d'une information orientée vers la création de valeur pour l'actionnaire puisqu'elle tient compte de :

- l'actualisation des flux de trésorerie futurs des contrats en portefeuille revenant à l'actionnaire ;
- la valeur de la production nouvelle ;
- l'évolution du capital disponible.

Le principe de l'*Embedded Value* a évolué selon trois générations :

- l'*Embedded Value* (EV) traditionnelle, correspondant à la projection d'un scénario déterministe ;
- l'*European Embedded Value* (EEV), correspondant à des projections stochastiques visant à capter l'impact des asymétries entre l'actif et le passif ;
- la *Market Consistent Embedded Value*, correspondant à des projections stochastiques en environnement « risque neutre », à l'instar de la valorisation de tout actif financier, simulant l'absence d'opportunité d'arbitrage.

Les principes de l' « *European Embedded Value* » (EEV) ont été publiés par le CFO forum en 2006. L'étape suivante a été la publication des principes de la « *Market Consistent Embedded Value* » (MCEV) en Juin 2008. Ces principes ont été complétés par l'inclusion d'une prime d' illiquidité en Octobre 2009.



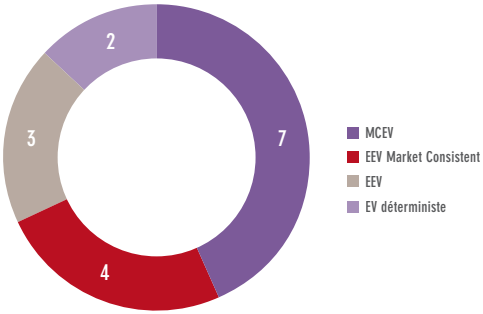
Les principales évolutions introduites dans les principes MCEV sont :

- la valorisation suivant une approche de marché de la valeur temps des options et garanties financières incluses dans les portefeuilles, soit une approche analogue à la valorisation d'instruments financiers qui ont des flux de trésorerie similaires ;

- la valorisation du coût des risques résiduels non couverts (comme le risque opérationnel) en utilisant des modèles de calcul de capital économique.

La publication de principes méthodologiques s'est accompagnée de principes de présentation et d'analyses complémentaires (sensibilités, états de passage, ...) qui ont permis d'homogénéiser les principes et méthodes relatifs à l'*Embedded Value*.

Aujourd'hui, plus de la moitié des acteurs européens recensés dans notre panel a adopté la MCEV. Les acteurs qui continuent à publier une EEV utilisent majoritairement une approche « *Market consistent* » pour calculer la valeur temps des options et garanties. La principale divergence entre les publications EEV et MCEV réside dans le calcul du coût du capital et dans la présentation qui en est faite.



Les acteurs européens ne sont pas les seuls à utiliser cet indicateur qui se mondialise.

Quelques acteurs asiatiques fournissent une information relative à leur *Embedded Value*. Toutefois, l'information publiée est une *Embedded Value* « traditionelle » utilisant une approche déterministe.

La mise en place de la MCEV et des approches « *Market consistent* » coïncide avec un environnement financier particulièrement chahuté :

- baisse des marchés actions et des taux sans risque, couplées à l'augmentation des volatilités actions et taux ;
- hausse des spreads corporate et souverains.

Afin de limiter certains impacts liés au contexte décrit ci-dessus, des adaptations ont été introduites en 2009 dans les principes MCEV avec l'introduction d'une prime d'illiquidité qui vient s'ajouter à la courbe des taux sans risque (afin de refléter la capacité des assureurs à capter la part de spread reflétant l'illiquidité de certains actifs grâce à leurs passifs à long terme).

2. Comparabilité des hypothèses et des paramètres de calcul

Prime d'illiquidité

Fin 2009, le CFO Forum a permis d'introduire une prime d'illiquidité dans le calcul de la MCEV. Cette prime impacte le taux d'actualisation utilisé pour les projections de flux de trésorerie en ajoutant une marge à l'ensemble de la courbe de taux swap par devise concernée.

La plupart des acteurs de notre panel ont intégré cette notion. Nous avons observé une amélioration sensible en termes de comparabilité, une part importante du marché s'étant alignée sur l'approche définie pour le QIS 5 de Solvabilité II, avec un exemple d'alignement communiqué par un acteur du panel.

The liquidity premium allowance is based on a two step approach.

- The first step consists in measuring the liquidity premium available in the markets by economy. In line with the industry research and QIS5, the liquidity premium is calibrated using the so called 50/40 formula corresponding to a liquidity premium equal to Maximum (0; 50%*(corporate spread – 40bps)) where the corporate spread is measured with appropriate market indices for each economy.
- As a second step, a ratio is applied to the measure obtained in the first step to reflect the nature of the liabilities and, consequently, AXA's ability to capture the liquidity premium.

  In line with market converging practices, AXA considers four buckets:
  - 100% liquidity premium for Annuities in payment including assumed future conversions
  - 75% liquidity premium for all General Account business with participating features or with guaranteed rates higher than current 10 year rate
  - 50% liquidity premium for all other General Account business and will mainly capture Pure Protection business with annually renewal premia
  - 0% liquidity premium for all Unit-Linked business including Variable Annuities

For each bucket the liquidity premium is added to the forward rate until the last liquid forward rate observable in the market.

Source : AXA, Rapport EEV 2011

Six acteurs respectent la méthodologie QIS 5 (définie ci-après) avec toutefois des adaptations au cas par cas.

Les analyses de sensibilité préconisées par le CFO Forum ne sont pas toujours réalisées.

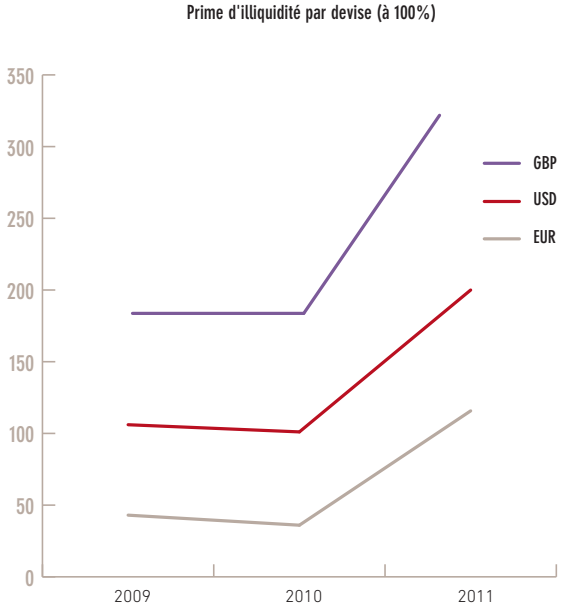
En revanche, les notions introduites par le projet Solvabilité II à travers les mesures de niveau 2 ont été testées par certains acteurs, comme la sensibilité à la prime contra cyclique.

Ainsi, au 31 décembre 2011, on note que la majorité des primes d'illiquidité retenues est proche d'un acteur à l'autre. Toutefois, nous avons noté quelques divergences, à titre d'exemple, une disparité apparaît sur le niveau de « *bucket* » utilisé pour certains produits (notamment les unités de compte, la plupart des acteurs utilisant 0%, certains 50%).

L'information relative à la sensibilité des montants d'*Embedded Value* à la prime d'illiquidité est hétérogène :

- cinq acteurs publient l'impact d'une hausse de 10 points de base ;
- deux acteurs publient l'impact d'une prime nulle ;
- un acteur publie l'impact de la prime contra-cyclique ;
- quatre acteurs n'effectuent pas de sensibilité sur la prime d'illiquidité.

La prime d'illiquidité augmente fortement entre 2010 et 2011, ce qui permet de compenser en partie la dégradation de l'environnement financier :



L'évolution des publications apparaît positive en matière d'adaptations méthodologiques du référentiel : d'une situation à fin 2008 où de nombreux acteurs avaient ajusté de façon hétérogène différentes hypothèses financières (volatilités actions par exemple), les acteurs convergent vers une approche où la principale variable d'ajustement, la prime d'illiquidité, est homogène.

Néanmoins, la volatilité des marchés financiers ainsi que l'écartement des spreads sur certaines dettes souveraines, ont conduit des acteurs à réaliser des ajustements :

- absence de prime d'illiquidité sur les courbes de taux Italie, Espagne et Portugal ;

- publication de l'impact d'une prime contra-cyclique, notamment sur les dettes souveraines.

Exemples :

5.1.5 Hypothèses financières pour l'Italie, le Portugal et l'Espagne

Les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux au 31/12/2011 pour la zone géographique Italie, Portugal et Espagne correspondent aux taux d'emprunts d'Etat au 31/12/2011. Aucune prime de liquidité n'a été ajoutée à ces courbes de référence.

Courbe de référence	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV© 31/12/2011 - Italie	4,64%	5,08%	6,11%	6,87%	7,08%
MCEV© 31/12/2011 - Portugal	15,22%	15,90%	16,55%	14,19%	9,26%
MCEV© 31/12/2011 - Espagne	3,21%	3,47%	4,26%	5,49%	6,30%

Sources : CNP Assurances, Rapport EEV 2011

VIF Sensitivity to Government Spread Premium (€ mln)

	Base	with GSP	Change
Italy	-789	1,398	2,187
Germany	2,641	3,610	969
France	1,212	2,503	1,291
Central Eastern Europe	823	823	0
Rest of Europe	2,367	2,894	526
Rest of World	1,978	1,978	0
Total	8,233	13,207	4,974

Source : Assicurazioni Generali, 2011 Life EV Supplementary Information

Capital requis et Free surplus

Le Free surplus correspond aux capitaux excédant le capital requis. Ce capital requis est néanmoins diversement apprécié par les acteurs du marché :

- respect d'une exigence règlementaire ;
- maintien d'une notation minimum ;
- respect du capital économique.

L'hétérogénéité observée sur la définition du capital requis sur notre panel illustre cette disparité :

- cinq acteurs font référence à un pourcentage de l'exigence réglementaire ;
- un acteur analyse le capital requis comme étant celui permettant un maintien d'un rating minimum ;
- deux acteurs le définissent comme le maximum entre un pourcentage de l'exigence réglementaire, le capital économique et le capital requis pour maintenir un rating minimum ;
- un acteur fait référence au capital économique.

Le Free surplus apparaît donc peu comparable d'un acteur à l'autre, et s'avère même négatif dans certains cas, sans doute plus en lien avec le niveau de contraintes fixé par le groupe d'assurance que par un besoin de capital imposé par l'environnement réglementaire.

3. Quels enseignements sur le futur référentiel Solvabilité II ?

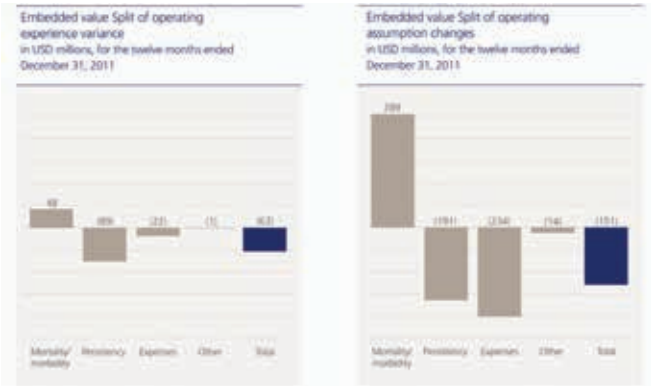
Une forte volatilité peut être observée sur l'indicateur « *Embedded Value* » au sein de notre panel (en moyenne +27%, +15% et -10% en 2009, 2010 et 2011 respectivement).

Cette volatilité est principalement liée aux évolutions des conditions de marché : les valeurs de portefeuilles en subissent l'évolution, en affichant sur l'exercice 2011 une baisse moyenne de l'ordre de 20% sur l'*Embedded Value* globale et de 49% sur la valeur de portefeuille.

	Impact Economic Assumptions	
Acteur	% VIF	% EV
A	43%	24%
B	89%	37%
C	63%	30%
E	17%	7%
F	16%	8%
J	63%	15%
MOYENNE	49%	20%

Cette volatilité de l'*Embedded Value* préfigure la volatilité du futur bilan prudentiel (avec Solvabilité II) des acteurs Vie, l'approche de calcul en *best estimate* des provisions étant assimilable à l'approche *Embedded Value*.

En termes de publication, certaines analyses de variation de valeur convergent vers une classification des risques proche de Solvabilité II :



Source : Zurich Financial Services Group, Rapport de gestion 2011

4. Liens avec la valorisation boursière des groupes d'assurance

Nous nous sommes également intéressés à la perception que peut avoir le marché de cet indicateur, par sa contribution à la valorisation des groupes concernés. Ce lien peut être mesuré à l'aide d'une approche par multiple de l'*Embedded Value*. Sur 2010 et 2011, cet indicateur diminue légèrement en moyenne et reste significativement inférieur à 1, bien que l'*Embedded Value* n'intègre pas de « *New Business* » futur :

Acteur	Multiple 2010	Multiple 2011	Evolution (%)
A	0,85	0,75	-11%
B	0,80	0,76	-5%
C	0,68	0,62	-9%
D	0,64	0,73	15%
E	0,66	0,48	-28%
F	0,42	0,29	-32%
G	0,49	0,44	-11%
H	0,93	0,88	-6%
Moyenne	0,68	0,62	-10%
Médiane	0,67	0,68	0%

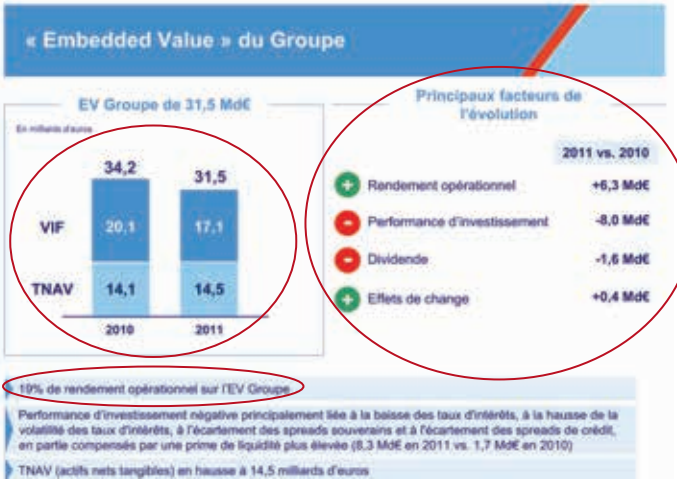
La dispersion du multiple observé nous conduit à considérer qu'il n'existe pas une décote de « marché » sur l'*Embedded Value* des groupes d'assurance. Néanmoins, la stabilité de la médiane laisse à penser qu'il existe une corrélation entre les fluctuations du cours de bourse et celle de l'*Embedded Value*.

5. Place de l'Embedded Value dans la communication financière des groupes d'assurance

L'*Embedded Value* a toujours sa place dans la présentation des résultats des groupes d'assurance, mais cohabite dorénavant avec des indicateurs plus classiques tels que le retour sur investissement ou le ratio d'endettement.

Source : AXA, Présentation des résultats annuels 2011

La communication autour de l'*Embedded Value* se concentre désormais sur la valeur, son évolution, et son rendement :



Source : AXA, Présentation des résultats annuels 2011

A notre sens, ce phénomène a différentes origines :

- la complexité de communication autour de ces indicateurs, souvent mal compris par le marché ;

- l'existence d'une communication approfondie sur l'*Embedded Value*, qui fait généralement l'objet d'un rapport dédié. Certains acteurs ont d'ailleurs directement intégré le rapport d'*Embedded Value* dans leur rapport annuel.

Parallèlement à cela, les indicateurs connexes à l'*Embedded Value* que nous avions recensés l'an passé sont toujours présents :

- l'*IRR* par exemple (*Internal Rate of Return* soit le taux de rendement correspondant au taux de rendement interne des flux de trésorerie disponibles générés par les affaires nouvelles), est défini dans les principes du CFO Forum et n'a donc rien de nouveau. Il s'agit, dans son principe, d'un indicateur classique d'analyse financière ;

- le « *Payback Period* » (période nécessaire pour que les cash flows disponibles égalisent le capital immobilisé).

Source : Munich Re, Conférences aux analystes 2011

Ces indicateurs ne viennent pas pour autant faciliter la lecture et la compréhension de la performance. Ils contribuent à complexifier l'information et à augmenter le volume d'information à analyser, et présentent par ailleurs les mêmes problématiques que l'*Embedded Value* en matière de volatilité et de comparabilité.

6. Conclusion

Une double convergence est constatée sur le thème de l'*Embedded Value* :

- une convergence entre acteurs : l'application croissante des principes édictés par le CFO Forum a accéléré ce phénomène, même si de nombreuses zones d'interprétation limitent encore la comparabilité ;

- une convergence vers certaines approches Solvabilité II, bien que l'ensemble des textes liés à cette réforme ne soit pas encore stabilisé.

In fine, nous constatons néanmoins que le marché n'intègre pas parfaitement l'indicateur d'*Embedded Value* dans la valorisation des groupes qui la publient. Cette défiance reste un challenge important en termes de communication pour les groupes alors même que la réforme Solvabilité II s'appuie sur des approches similaires.

INDICATEURS DE SOLVABILITÉ ET DE GESTION DU CAPITAL – QUELLE INFORMATION PERTINENTE, COMPTE TENU DU CONTEXTE FINANCIER ET RÉGLEMENTAIRE ?

1. Introduction

Depuis la survenance de la crise financière, les investisseurs suivent de façon assidue le capital des grands groupes d'assurance tant sur son caractère suffisant que sur l'efficacité de sa gestion et de son pilotage dans un contexte de forte évolution réglementaire et de forte tension sur le marché de la dette.

Pendant la crise financière, le ratio de solvabilité (calculé selon la directive Solvabilité I) a fait l'objet de toutes les attentions mettant à jour certaines limites inhérentes à sa méthode de calcul (le ratio ne tenant pas compte de l'ensemble des risques supportés par les assureurs, notamment les risques financiers).

Avec l'avènement de Solvabilité II, la gestion du capital et le calcul de la solvabilité se complexifient, avec une approche s'attachant à mesurer quantitativement sur la base de modèles les impacts potentiels sur le bilan des assureurs de la plupart de leurs risques.

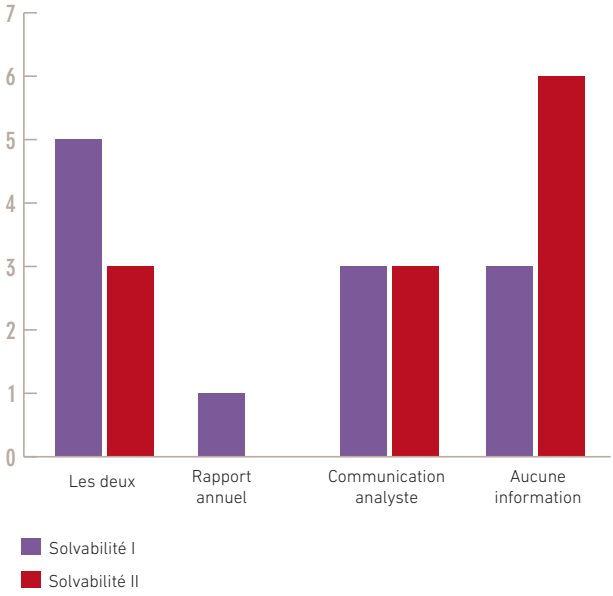
Ainsi, le management du capital est au cœur de la communication financière des assureurs et prend désormais une place de plus en plus importante dans les rapports annuels.

Les principaux axes d'analyse que nous avons retenus concernant l'information disponible sur la gestion du capital sont :

- l'analyse du contenu informatif ;
- l'analyse de l'information quantitative ;
- les indicateurs retenus pour mesurer l'efficacité de cette gestion.

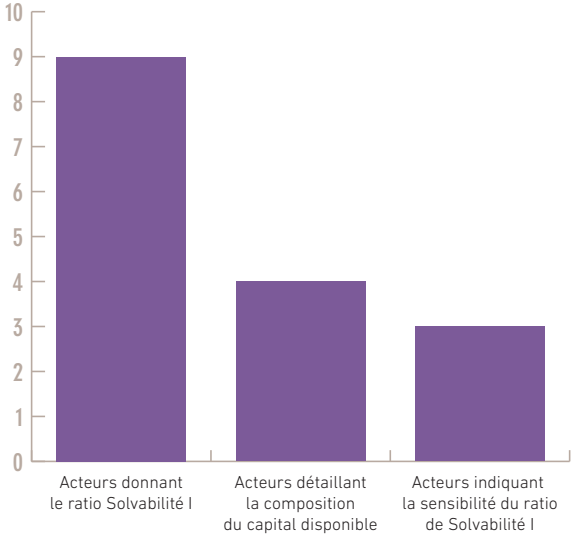
2. Analyse du contenu informatif

L'un des premiers constats de notre analyse sur ce thème est que l'information concernant la mise en place de Solvabilité II et des modèles de calcul du capital économique est éparpillée dans les différents supports de communication : rapport annuel, présentations aux analystes, supports de journée investisseurs, etc.



Solvabilité I

La communication autour de Solvabilité I est portée uniquement sur le niveau de couverture de la marge. Sa simplicité et sa crédibilité règlementaire en font un indicateur prépondérant dans les documents de communication financière :



Tous les acteurs européens publient le niveau de couverture de la marge de solvabilité sous Solvabilité I. La moitié précise le contenu du capital disponible, et certains effectuent des tests de sensibilité sur ce ratio.

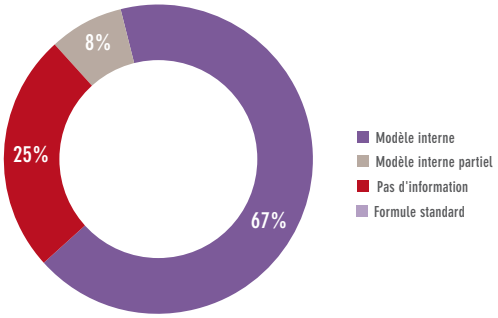
Solvabilité II

La mise en place de la directive Solvabilité II a également conduit les différents acteurs à communiquer sur ce projet sous forme qualitative et quantitative.

L'information qualitative est principalement concentrée dans le rapport annuel, qui aborde les problématiques liées à la réforme Solvabilité II et les impacts opérationnels induits en évoquant entres autres :

- la description de l'état d'avancement des mesures d'implémentation de niveau 2 ;
- le cas échéant, la description des mesures mises en œuvre au sein des groupes et de la gouvernance mise en place autour de ce projet ;
- l'état des discussions avec le régulateur concernant le processus de pré-approbation du modèle interne.

Concernant l'information quantitative, le premier constat est qu'il est aujourd'hui difficile d'identifier le choix de certains acteurs sur le recours à un modèle interne, un modèle interne partiel ou à la formule standard pour les besoins de la réforme Solvabilité II. Selon notre compréhension, la majorité des acteurs étudiés s'oriente vers la mise en place d'un modèle interne.



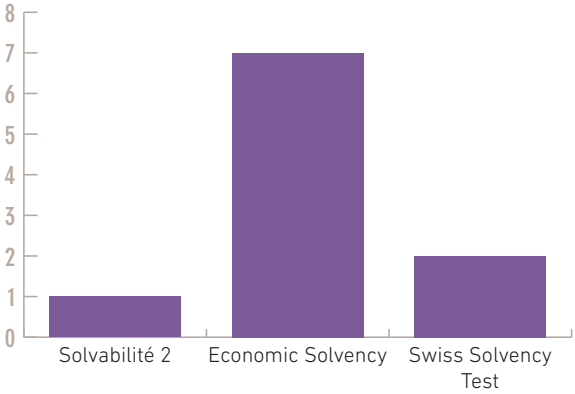
La plupart des acteurs ayant recours à un modèle interne fournit une information sur :

- l'utilisation actuelle du modèle dans la gestion Actif / Passif (pour ceux qui adaptent un modèle existant aux exigences de Solvabilité II) ;
- l'état des discussions avec le régulateur concernant le processus de pré-approbation du modèle interne.

Plus rares sont ceux qui présentent :

- les données chiffrées par risque, par zone géographique ;
- les méthodes utilisées et les hypothèses de calcul retenues par risque (hormis le quantile) ;
- les analyses de sensibilité.

Compte tenu des incertitudes inhérentes à l'état actuel des textes, un seul acteur communique ce que serait son ratio de couverture sous Solvabilité II.



Capital économique

En revanche, au sein de notre panel, une majorité d'acteurs communique autour d'une gestion du capital économique, représentant le besoin réel de fonds propres en s'affranchissant des contraintes réglementaires : sept acteurs fournissent un ratio de couverture du capital économique. Toutefois, les conditions de calcul ne sont pas toujours précisées :

- certains acteurs utilisent un quantile différent de celui qui retenu dans le cadre de Solvabilité II (99,5%) ;
- parmi ceux qui précisent le quantile utilisé, aucun acteur ne précise les différences méthodologiques entre le modèle de capital économique et

Solvabilité II : seuls 5 acteurs fournissent une information qui s'inscrit dans le cadre conceptuel de Solvabilité II.

Il en ressort une certaine hétérogénéité dans la profondeur de l'information fournie sur les modèles et dans la comparaison qui peut en être faite.

Le regroupement des principales informations sur la solvabilité dans un rapport destiné au public (obligation prévue dans le pilier 3 de la directive Solvabilité II), donnera sans doute l'opportunité d'une réflexion approfondie sur le mode de communication des informations clés.

3. Comparaison de l'information quantitative

L'évolution des ratios peut également être analysée :

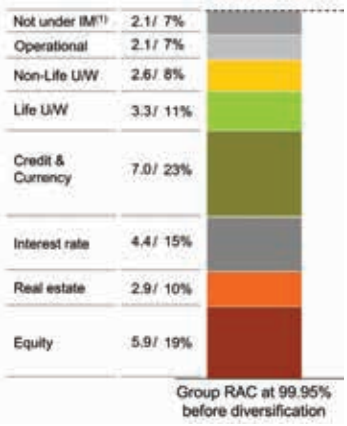
Ratio moyen non pondéré sur le panel observé

L'évolution de ces ratios permet de confirmer la volatilité supérieure des ratios Solvabilité II et Capital économique par rapport au ratio Solvabilité I. En revanche, peu d'informations sont disponibles sur les raisons de l'évolution des ratios Capital Economique et Solvabilité II, notamment :

- les évolutions dues aux changements de modèle ;
- les évolutions dues à la mise à jour des paramètres ;
- les évolutions de périmètre, etc.

Dans le contexte de mise en place du nouveau référentiel prudentiel Solvabilité II, on observe que les ratios de capital économique affichés par la majorité des acteurs sont à première vue satisfaisants (en moyenne près de 150%). Néanmoins, il serait prématuré de présager de leur conformité avec les mesures finales de Solvabilité II dans la mesure où ils sont basés dans la majorité des cas sur un modèle de capital économique dont le calibrage peut différer de celui prévu par les mesures d'implémentation à venir. Il est donc encore difficile d'avoir une vision claire des ratios qui seraient publiés à l'horizon de 2013 ou 2014.

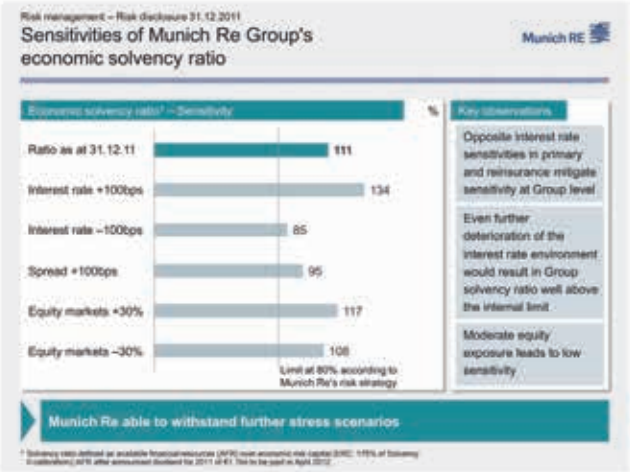
Les informations sur la sensibilité des modèles de capital économique et sur leur intégration dans les processus ALM constituent néanmoins une source intéressante d'information pour les investisseurs et pour le régulateur (*use-test*). De même, la pondération par type de risque (financiers, souscription (P&C, Life), opérationnel) et l'effet de diversification pris en compte dans les modèles sont des informations utiles pour apprécier la robustesse des assureurs.



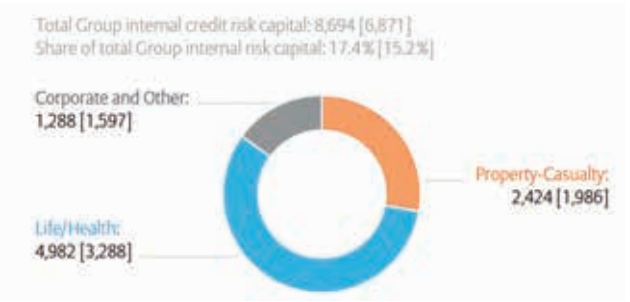
Source : Generali, Présentation des résultats annuels

Source : Allianz, Conférence aux analystes

Nous rencontrons dans les rapports annuels les plus complets des informations sur la sensibilité des modèles de capital économique qui constituent une information intéressante pour les investisseurs (analyse de sensibilité, pondération par type de risque, effet de diversification…) afin d'apprécier la robustesse des assureurs face aux principaux risques auxquels ils sont exposés.



Source : Munich Re, Conférence aux analystes

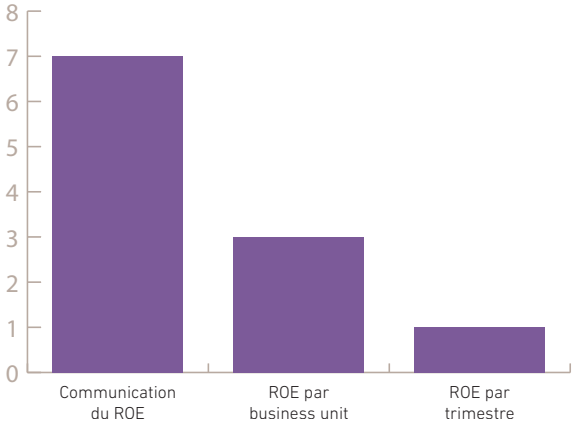


Source : Allianz, Rapport annuel 2011

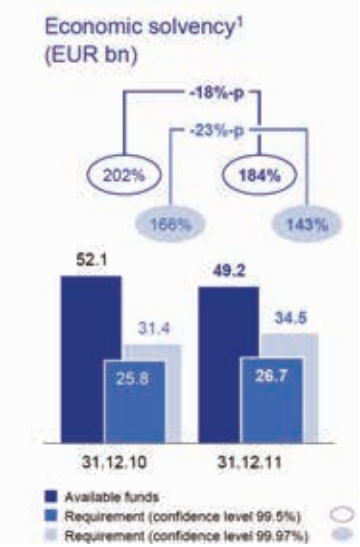
La tendance générale observée sur le panel étudié est une densification de l'information fournie dans les différents supports de communication avec l'avènement de la réforme Solvabilité II. Le chemin à parcourir reste long pour certains. Néanmoins, le délai complémentaire potentiel avec les discussions autour de la date de première application de la réforme Solvabilité II pourrait permettre de poursuivre l'enrichissement des rapports annuels.

4. Indicateurs de mesure de l'efficacité de la gestion du capital

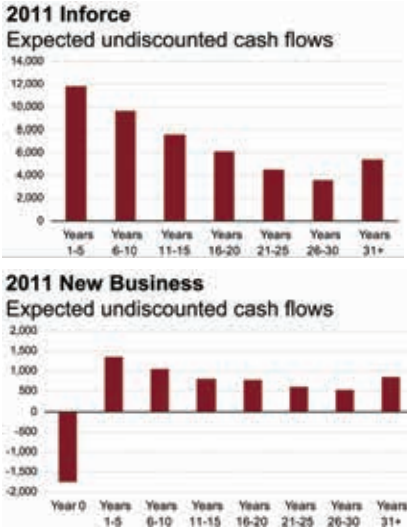
La publication d'un capital économique a conduit les groupes d'assurance à communiquer de façon plus étendue sur le rendement de leurs capitaux. Ceci se traduit par la publication d'un ratio de retour sur capitaux propres plus détaillé :



Ce ratio est désormais également évalué à partir du capital économique. D'autres indicateurs sont également publiés, tel que les chroniques de flux de trésorerie futurs. Toutefois, le lien entre le rendement du capital économique et la stratégie de l'entreprise reste difficile à établir et ne fait pas l'objet d'une communication spécifique.



Source : Allianz, Conférence aux analystes



Source : Generali, Présentation des résultats annuels

5. Conclusion

La communication en matière de capital et de rentabilité est un exercice extrêmement difficile pour les groupes d'assurance, qui s'appuient sur des référentiels qui ont déjà démontré certaines limites, notamment le référentiel comptable IFRS qui peine à mettre en évidence les caractéristiques du modèle de l'activité d'assurance, ou des référentiels qui sont encore en rodage, comme le capital économique ou réglementaire (Solvabilité II).

L'utilisation d'indicateurs simples en matière de rentabilité et d'information quantitative sur leur capital économique permet de communiquer sur ces éléments, sans pouvoir dissiper à ce stade les incertitudes sur les effets futurs de la réforme réglementaire en cours.

CONCLUSION

Dans un contexte difficile, l'analyse et la comparaison des comptes en référentiel IFRS reste un exercice compliqué. Les méthodes utilisées et les traitements comptables retenus apparaissent, sur des aspects structurants hétérogènes entre les groupes d'assurance européens. Ces facteurs cumulés avec la crise financière contribuent à expliquer la décote importante observée sur les cours par rapport à l'actif net IFRS ou à la Group EEV, ainsi que la moindre attractivité relative de ce secteur pour les investisseurs.

Les groupes d'assurance accentuent par ailleurs leur communication sur des indicateurs non comptables (EEV-MCEV, Free Surplus,...) afin de compléter l'information IFRS. La comparabilité est également perfectible, même si nous avons noté des améliorations par rapport aux exercices précédents en ce qui concerne l'EEV.

Plus généralement, les perspectives d'application d'une phase II d'IFRS 4, dont la date d'application est incertaine et qui pourrait ajouter de la volatilité dans les comptes, couplées à la mise en place de Solvabilité II, qui comporte encore des incertitudes fortes ne sont pas de nature à améliorer la situation à court terme.

Mazars est présent sur les 5 continents.

CONTACTS

Mazars
Assurance

Gilles Magnan
Responsable Assurance Internationale
gilles.magnan@mazars.fr
Tél. : (+33) 1 49 97 64 62

Allemagne

Amand Ruffin
amand.ruffin@mazars.de
Tél. : (+46) 69 96 765 1100

France

Maxime Simoen
maxime.simoen@mazars.fr
Tél. : (+33) 1 49 97 67 85

Sébastien Arnault
sebastien.arnault@mazars.fr
Tél. : (+33) 1 49 97 69 42

Baptiste Kalasz
baptiste.kalasz@mazars.fr
Tél. : (+33) 1 49 97 67 75

Georges de Macedo
georges.de-macedo@mazars.fr
Tél. : (+33) 1 49 97 68 99

Italie

Antonia Di Bella
antonia.dibella@mazars.it
Tél. : (+39) 02 58 20 13 96

Pays-Bas

Kees Harteveld
kees.harteveld@mazars.nl
Tél. : (+31) 102 77 15 76

Royaume-Uni

Andrew Heffron
andrew.heffron@mazars.co.uk
Tél. : (+44) 20 70 63 44 55

Singapour

Julien Parasie
julien.parasie@mazars.com.sg
Tél. : +65 6591 9247

Suisse

Lionel Cazali
lionel.cazali@mazars.ch
Tél. : (+41) 44 384 84 37

Espagne

Enrique Sánchez
esanchez@mazars.es
Tél. : (+34) 915 62 40 30

Layout: Mazars, Communication
CAH31 FR - 09/12

Plus d'informations sur
www.mazars.fr

Praxity MEMBER GLOBAL ALLIANCE OF INDEPENDENT FIRMS

MAZARS