



FRÉDÉRIC PLANCHET
ET MICHAËL DONIO,

Winter et associés



Variable annuities et contrats euro diversifiés : quelle place en assurance vie ?

Dans la tourmente actuelle des marchés financiers, comment prendre des risques sans en prendre ? Les *variable annuities* et les contrats euro diversifiés répondent à ce dilemme.

L'encours des contrats d'assurance vie s'élève à 1 150 Md€ à fin novembre 2008, soit environ les deux tiers du PIB. En 2007, les cotisations versées sur des contrats d'assurance vie ou des bons de capitalisation se sont élevées à 137 Md€, dont 75 % sur des supports en euros. L'importance de ce marché conduit les assureurs

à développer une offre diversifiée en poursuivant la recherche du produit permettant d'offrir à la fois des rendements élevés et un risque faible. On a donc vu apparaître entre les contrats en euros classiques, dont la sécurité a pour contrepartie un profit attendu modeste, et les contrats en unités de compte, au rendement espéré flatteur mais risqués, une offre cherchant à augmenter la performance tout en contrôlant le risque à un niveau acceptable pour l'assuré.

De nouveaux produits émergent sur les marchés pour répondre à ce dilemme avec un succès certain au-delà de nos frontières et dont le concept est flatteur : comment prendre des risques sans en prendre ? Cette offre, dont le développement est encore modeste en France, s'organise autour de deux catégories de produits : les contrats euro diversifiés et les *variable annuities*, dont les principales caractéristiques sont rappelées ci-après.

LES CONTRATS EURO DIVERSIFIÉS

Apparus en 2005 (articles L. 142-1 et suivants du code des assurances), il s'agit de contrats d'assurance vie de groupe dont le support est mixte (euros/UC). Leur objectif est d'offrir un meilleur rendement que les contrats en euros à travers une poche investie en UC, qui est alimentée au gré des performances et des gains, tout en garantissant un capital final prédéterminé. Ils organisent, via un cantonnement, dans un même fonds, une articulation entre une poche en euro affectée à la provision mathématique et une poche d'actifs affectée à la provision technique de diversification (PTD) représentant l'investissement en UC.

La clientèle visée par les contrats existants sur le marché est plutôt « haut de gamme » avec des versements initiaux se situant entre 10 000 € et 300 000 €. De ce fait, ils n'offrent pas de valeur de rachat pour des périodes assez longues, typiquement entre 8 et 10 ans, bénéficiant en outre d'un régime fiscal favorable (ISF). Des versions plus axées sur un large spectre de souscripteurs, au moyen de produits retraite ou de Perp, n'ont pas à ce stade connu un développement et de succès significatif. A titre d'exemple, on peut citer :

- Pluies d'étoiles de la Mondiale partenaire : contrat ISR (investissement socialement responsable) haut de gamme avec un versement initial de 10 000 €, non rachetable avant une période de 8 ans.
- Alegria de Nortia : contrat haut de gamme avec un versement initial de 300 000 €, non rachetable avant 10 ans.
- Diverséo de Dexia épargne pension (Perp) : contrat grand public avec versement initial de 360 €.
- Linxéa diversifié d'ACMN vie (100 % PTD) : contrat non rachetable les 10 premières années, le risque est totalement supporté par l'assuré.

LES VARIABLE ANNUITIES

Plutôt qu'un contrat aux caractéristiques bien déterminées, les *variable annuities* peuvent être considérées comme un ensemble d'outils permettant d'offrir des garanties (en capital, de revenu, en cas de décès ou en cas de vie) sur un support en UC, dans une logique d'assurance notamment dans le cas d'une chute des marchés. Cette approche incite

indirectement le souscripteur à prendre des risques pour espérer de meilleurs rendements, sa mise de départ étant couverte, voire revalorisée à échéance régulière (mécanisme du ratchet). En d'autres termes, il s'agit ici d'ajouter à un contrat en UC des garanties que l'assuré paye. En pratique, les contrats *variable annuities* sont donc des contrats d'assurance vie multisupports avec des garanties :

- de capital en cas de décès GMDB (*guaranteed minimum death benefit*), les « garanties plancher » des contrats en unités de compte ;
- de capital en cas de vie GMAB (*guaranteed minimum accumulation benefit*) ;
- de montants de retraits périodiques dits de réorientation en cas de vie GMWB (*guaranteed minimum withdrawal benefit*) ;
- de rente viagère indépendamment des rendements du marché GMIB (*guaranteed minimum income benefit*).

En général, ces contrats intègrent un effet « cliquet » garantissant des réorientations à la hausse en cas de marché haussier aux dates anniversaires. A titre d'exemple, on peut citer les contrats suivants :

- Axa capital ressources lancé en mars 2007, c'est le premier contrat *variable annuities* en France avec garanties GMDB et GMWB uniquement ;
- Axa Accumulator lancé en juillet 2008. Plus complet que le précédent, il offre les garanties GMDB, GMAB, GMIB, GMWB avec effet cliquet tous les cinq ans ;
- Allianz Invest4life lancé en novembre 2008, qui présente les garanties GMDB, GMAB, GMIB, GMWB avec effet cliquet tous les ans.

L'offre est récente et amenée à se développer.

QUELLES DIFFÉRENCES ?

Ces deux approches s'appuient sur des logiques différentes : dans le cas de l'euro diversifié, il s'agit d'organiser une prise de risque limitée pour l'assuré, qui peut se mesurer par l'importance conférée à la PTD dans le total des provisions. La gestion de ces produits pour l'assureur reste somme toute classique. Elle nécessite la mise en œuvre d'une ingénierie financière élaborée, mais ordinaire : il s'agit essentiellement d'optimiser ses gains ou de prendre une part de risque définie à l'avance (en fonction de la quote-part d'UC retenue), le risque de baisse des cours étant supporté par l'assuré. Il en va autrement pour les *variable annuities*, pour lesquels la présence des garanties financières conduit l'assureur qui porte le risque à mettre en place une gestion active de couvertures adaptées (ou l'acquisition de produits dérivés). Le prix de ces couvertures est payé indirectement par l'assuré via la fraction des primes affectée au financement des garanties.

Cette logique de gestion de garanties financières sur des supports en unités de compte est bien connue des assureurs. En effet, ils la pratiquent maintenant depuis plusieurs années avec les garanties plancher sur les contrats en unités de compte, version simplifiée d'une approche *variable annuities* en somme. Elle atteint toutefois un niveau de complexité important avec les garanties proposées. Pour les actuels, l'enjeu est de concilier les métiers de la finance avec ceux de l'assurance dans un schéma complexe nécessitant

un savoir-faire financier de haut niveau. Il y a là un sujet important de partage de la couverture des risques et de représentation comptable, sujet qui n'a pas échappé à l'Acam.

QUELLE EFFICACITÉ EN CAS DE CRISE FINANCIÈRE MAJEURE ?

En première analyse, du point de vue de l'assuré, un contrat de type *variable annuities* est très séduisant puisqu'il permet *a priori* de profiter de la performance des marchés financiers tout en s'assurant contre les situations défavorables. Toutefois une analyse plus attentive conduit d'abord à observer que ces produits ne fonctionnent pleinement que dans le cas où les marchés financiers fournissent une performance espérée supérieure à 7 ou 8 % sur le moyen terme car le coût des garanties est élevé. Par ailleurs, certains débats fiscaux (vis-à-vis de l'ISF notamment) ne sont pas encore tranchés et influent sensiblement sur l'intérêt de ces contrats pour certains souscripteurs.

Mais la difficulté de fond nous semble se trouver ailleurs. En effet, d'un point de vue pratique, le risque associé aux garanties proposées dans le cadre d'un contrat *variable annuities* est géré par l'assureur à travers la mise en place de portefeuilles de couvertures. Et ceux-ci sont déterminés par des modèles s'appuyant sur un certain nombre d'hypothèses de fonctionnement des marchés financiers. Une hypothèse centrale conditionnant la possibilité de mettre en place ces couvertures et la liquidité du marché est la possibilité de mesurer ces risques, par construction, erratiques. Dans un contexte de crise à l'image de celle des *subprimes*, lorsque la crise atteint une certaine ampleur, cette hypothèse de liquidité est remise en cause et les couvertures peuvent devenir inopérantes, voire insuffisantes, pour couvrir l'intégralité des risques du marché.

Ainsi, dans l'hypothèse d'un développement important de ce type de produits, le risque existe de voir certains assureurs ou leurs partenaires financiers peu prévoyants incapables d'honorer leurs engagements dans le cas d'une crise financière importante. A ce titre, une récente analyse de la situation américaine pendant les mois de septembre et octobre 2008 montre que les couvertures mises en place par les assureurs dans le cadre des contrats de *variable annuities* ont bien rempli leur office en évitant plus de 90 % des pertes potentielles. On le voit, le succès et l'efficacité de ces produits reposent sur la capacité à gérer des couvertures robustes et sophistiquées. Cela passera certainement par la couverture des risques dans des proportions toutefois raisonnables et maîtrisées.

En conclusion, l'évolution démographique et ses conséquences sur les régimes de retraite obligatoires rendent plus pertinente que jamais l'existence d'une offre de produits d'assurance individuels destinés à constituer des compléments de retraite. Dans ce contexte, les contrats euro diversifiés d'une part, et *variable annuities* d'autre part, proposent des solutions à même de séduire des publics distincts. Gageons que ces deux familles de produits sont appelées à un fort développement dans les années à venir avec un système de couverture adapté et crédible, piloté par des entreprises d'assurance à la palette de compétences encore élargie. •