

Variable annuities : nouvelles perspectives en assurance-vie

Farid Bencheman, Consultant confirmé

L'importance du marché d'assurance-vie conduit les assureurs à développer une offre diversifiée tout en poursuivant la recherche du produit permettant d'offrir à la fois des rendements élevés et un risque faible. 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, est apparue 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 séduisant : comment prendre des risques sans en prendre ? Cette offre, dont le développement est encore discret en France, s'organise principalement autour des variable annuities.

Variable annuities : la garantie du capital

Les produits *variable annuities* des compagnies d'assurances proposent des garanties financières variées. Ils constituent une véritable innovation sur le marché européen des produits d'assurance-vie et une alternative en matière d'épargne retraite.

Les premiers produits *variable annuities* ont été lancés aux Etats-Unis et au Japon à la fin des années 1990. En Europe, ces produits sont plus récents. Ils sont appelés à un fort développement dans les années à venir dans un univers où les produits d'épargne convaincant les particuliers se font rares.

Plutôt qu'un produit 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 unités de compte 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 » ou effet cliquet). En d'autres termes, il s'agit d'ajouter à un contrat en unités de compte des garanties que l'assuré paye.

Structure des produits de type *variable annuities*

Assurance liée à des participations	+	Garanties
- Gammes de fonds internes ou externes		- En cas de vie au terme de la garantie ou en cas de décès
- L'évolution des fonds dépend de celle des marchés financiers		- Incluses automatiquement dans le contrat ou optionnelles

Dans les produits *variable annuities*, les garanties sont attachées au contrat d'assurance-vie et non à des fonds en particulier comme dans le cas des produits liés à des fonds structurels

En pratique, les contrats *variable annuities* sont donc des contrats d'assurance-vie multi-supports avec des garanties de :

- Capital en cas de décès GMDB¹, les « garanties planchers » des contrats en unités de compte,
- Capital en cas de vie GMAB²,
- Montants de rachats périodiques dits de réorientation en cas de vie GMWB³,
- Rente viagère indépendamment des rendements du marché GMIB⁴.

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 (mars 2007) : c'est le premier contrat *variable annuities* en France avec garanties GMDB et GMWB uniquement ;
- Axa Accumulator (juillet 2008) : plus complet que le précédent, il offre les garanties GMDB, GMAB, GMIB, GMWB avec effet cliquet tous les cinq ans ;
- Allianz Invest41ife (novembre 2008) : il présente les garanties GMDB, GMAB, GMIB, GMWB avec effet cliquet tous les ans.

Le développement du marché européen

Deux approches différentes ont été adoptées dans la première phase du développement des produits *variable annuities* en Europe : anglo-saxonne et sud-européenne.

L'approche anglo-saxonne a été suivie principalement en Angleterre mais aussi en Allemagne et en Belgique. S'appuyant sur l'expérience acquise sur le marché américain, les assureurs ont, dans ces pays, axé leur offre sur des produits proposant des garanties de revenus à la retraite. Ces garanties peuvent prendre la forme d'un plan de rachats partiels réguliers d'un montant minimum garanti (GMWB) ou d'une rente d'un montant garanti à la souscription (GMIB). Ces produits permettent de répondre aux attentes de clients en phase de constitution d'épargne ou à l'âge de la retraite souhaitant un complément de revenu.

¹ GMDB : Guaranteed Minimum Death Benefit

² GMAB : Guaranteed Minimum Accumulation Benefit

³ GMWB : Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit

⁴ GMIB : Guaranteed Minimum Income Benefit

Cette approche est adoptée par des pays où les marchés de la retraite individuelle sont déjà bien développés ou en fort développement.

En Europe continentale et en particulier dans le sud de l'Europe, les produits d'assurance-vie sont souvent des produits d'épargne ou d'investissement à moyen ou long terme. Dans ces pays, l'offre de produits *variable annuities* est davantage axée sur ceux avec des garanties de capital au terme (GMAB). Ces produits permettent aux clients d'investir dans la gamme de fonds de leur choix tout en bénéficiant d'une garantie de capital au terme du contrat ou à une date de terme de la garantie définie.

Hedging ou couverture financière de l'engagement de l'assureur

Tous ces types de produits exposent les compagnies à un certain nombre de risques : actuariels, opérationnels et financiers. La gestion de ces produits suppose donc la mise en place d'un système de gestion avec une stratégie optimale. Différentes stratégies peuvent être adoptées pour couvrir les risques de marché mais cela requiert la mise en place de systèmes sophistiqués pour mesurer l'exposition au risque.

EXEMPLE

Pour un seul contrat, le coût maximal d'une garantie de revenus (GMWB) dépasse le montant des versements effectués par l'assuré. La garantie donnée au client à tout moment pour effectuer un rachat partiel ou total du contrat ou d'une proportion supérieure aux versements effectués, peut coûter cher à l'assureur en cas de baisse des marchés financiers. Le rendement de la couverture mise en place pour faire face à cet engagement ne peut suffire. L'assureur devra piocher dans ses fonds propres. Si les propriétés de la mutualisation limitent ce risque dans la plupart des cas, il n'en demeure pas moins un risque trop important sur les queues de distribution pour être conservé par l'assureur.

Les règles comptables et prudentielles incitent les assureurs à couvrir leurs engagements au titre des *variable annuities* en leur permettant d'atténuer ou de contrebalancer (en anglais offsetting), l'évaluation de ces garanties par tout ou partie des couvertures engagées. L'économie de provisions qui en résulte justifie souvent à elle seule la mise en place de *hedging*.

Enfin, analystes financiers et agences de notation considèrent, dans bien des cas, qu'il n'est pas du ressort des acteurs du marché de l'assurance de porter volontairement des risques financiers purs. Cette analyse se trouve renforcée dans la configuration récente des marchés. La conservation par l'assureur pour compte propre de ses engagements sur *variable annuities* l'exposerait à l'application de décotes de valorisation, à l'image d'un holding se diversifiant sur des activités hors de son cœur de métier historique.

La mise en œuvre d'une stratégie financière de couverture des flux de passif prévisionnels liés aux *variable annuities* reste une activité techniquement complexe. En effet, ces garanties associées à des contrats d'assurance-vie engagent l'assureur sur des horizons longs, parfois de plus de quarante ans. Dans le même temps, les échéances et les maturités des futures sur indices, des diverses options d'achat/vente sur indices ou sur les titres qui les composent, des swaps de taux et autres produits dérivés, s'échelonnent sur de courtes durées ne dépassant que très rarement les cinq années. Il en résulte, dans le cas général, une impossibilité technique de couvrir intégralement la garantie par une position répliquante figée une fois pour toute. Aussi, le terme « hedging » s'entend le plus souvent en tant que couverture dynamique d'un nombre limité de paramètres.

Empruntant les stratégies utilisées de longue date par les acteurs bancaires, la plupart des services de *hedging* optent ainsi pour des couvertures en sensibilité aux taux d'intérêt, en sensibilité aux fluctuations des marchés actions ou, dans un cadre plus général, des couvertures de neutralisation des « Greeks » : delta, rho ou autre vega. Il s'agit alors d'arbitrer entre robustesse de la couverture et coût de la stratégie, celui-ci augmentant avec le nombre de critères de risques couverts.

Quelle efficacité en cas de crise financière majeure ?

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. 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, lorsqu'elle a 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.

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.

Le monde de l'épargne retraite continue de chercher le produit renouvelant l'offre historique. Les *variable annuities* constituent sans doute un des éléments de réponse •