

L'ASSURANCE VIE AUX ETATS-UNIS : HISTOIRE D'UNE CRISE

FRANÇOIS DE VARENNE*

« I am not sure there are any serious issues confronting the life insurance industry these days, unless of course you consider solvency, liquidity, junk bonds, deteriorating mortgage and real estate portfolios, risk-based capital requirements, asset mix, separate accounts, credit risk, congressional inquiries, shrinking surplus, demutualization and more ».

Salvatore R. Curiale

Superintendent of the New York State Insurance Department

Les arguments d'autorité résistent mal à l'examen des faits. C'est en substance le constat du Superintendent du New York State Insurance Department, Salvatore Curiale, qui ne voit aucun problème dans l'assurance-vie, « *sauf naturellement à considérer la solvabilité, la liquidité, le risque de crédit, la répartition des actifs, les junk bonds, la qualité des portefeuilles immobiliers, les enquêtes du Congrès, la démutualisation et bien d'autres questions* ».

157

Il faut remonter à la fin des années soixante dix pour observer dans le paysage financier américain les premières secousses inquiétantes dues aux effets conjoints de la déréglementation, de la volatilité accrue et des taux d'intérêt à deux chiffres. C'est à cette époque que la concurrence a changé radicalement de registre. Alors en position de force, les commerciaux des sociétés d'assurance-vie américaines obtiennent la flexibilité qui permet de capter plus facilement l'épargne de la clientèle. Ils distribuent sans compter du rendement et des options (taux minimum garanti, possibilités de rachats anticipés et d'avance sur contrats...). Le résultat est désastreux : dix neuf faillites en 1987, quarante en 1989 et cinquante huit un an plus tard.

Ce nombre de faillites impressionnant reflète les difficultés de sociétés d'assurance-vie de toute taille. Ainsi, de très importantes sociétés du secteur seront contraintes de se placer sous le régime américain des faillites, le *Chapter 11*. C'est notamment le cas de la société d'assurance-

* Fédération française des sociétés d'assurances . e-mail : f.devarenne@ffsa.fr

L'auteur tient à remercier Pierre Bollon et Eric Briys pour leurs précieux commentaires. Cet article reflète les idées personnelles de l'auteur et n'exprime pas nécessairement la position de la Fédération française des sociétés d'assurances.

vie *Executive Life*. En effet, grâce à une politique agressive de conquête de parts de marché¹, elle parvient à se hisser parmi les premières sociétés du secteur à la fin des années quatre vingt alors qu'elle n'était qu'un assureur de taille modeste au milieu des années soixante dix. Mais, en janvier 1990, à la suite de l'annonce du provisionnement de son portefeuille obligataire, essentiellement constitué de *junk bonds*² (plus des deux tiers), elle aura à faire face à une vague de rachats de quatre milliards de dollars. En avril 1991, les autorités de tutelle de l'Etat de Californie saisissent *Executive Life* : c'est la plus importante faillite dans l'histoire de l'assurance aux États-Unis.

L'objectif de cet article est de dresser un panorama de l'histoire de l'assurance-vie aux États-Unis et de comprendre le mécanisme qui a conduit ce secteur au début des années quatre vingt dix vers une véritable « débâcle ». Dans un premier temps, il est nécessaire d'aller chercher les racines du mal. Celles-ci trouvent leurs origines dans une concurrence acharnée entre les différents intermédiaires financiers pour recueillir chaque dollar marginal d'épargne, concurrence exacerbée par un biais de la réglementation. Dans un second temps, il est montré que le bouleversement financier des années 1979-81 a été à l'origine d'une profonde mutation du secteur conduisant les sociétés d'assurance-vie américaines à déployer de nouvelles gammes de produits et à adopter une politique d'investissement beaucoup plus risquée. Enfin, l'exemple caractéristique de la société *Executive Life* est analysé en détail.

158

LES RACINES DU MAL

Le secteur de l'assurance-vie aux États-Unis a encaissé 354 milliards de dollars de cotisations en 1996, pour un total de 2 324 milliards de dollars d'actifs gérés (tableau n° 1). Il se répartit en 1 695 sociétés, employant au total 2.2 millions de personnes.

Tableau 1
L'assurance-vie aux États-Unis

Année	Actifs Gérés	Cotisations
1950	64 020	8 189
1955	90 432	12 546
1960	119 576	17 365
1965	158 884	24 604
1970	207 254	36 767
1975	289 304	58 575
1980	479 210	92 624
1985	825 901	155 863
1990	1 408 208	264 010
1995	2 143 544	339 212
1996	2 323 546	354 111

Source : American council of life insurance (en millions de dollars)

Le fait marquant de ces cinquante dernières années est la diminution importante de la place de l'assurance-vie au sein de l'intermédiation financière américaine. En effet, comme le montre le tableau n° 2, alors que la proportion des actifs financiers détenus par les assureurs dommages par rapport à l'ensemble des intermédiaires financiers est restée constante depuis 1950 (4 % en moyenne), la part relative de l'assurance-vie a en revanche été réduite de moitié : de 21.1% en 1950, elle est passée à 11.6 % en 1990. Cette baisse importante s'est essentiellement produite pendant les années soixante et soixante dix, années pendant lesquelles la concurrence avec les fonds de pension a été rude. Depuis 1976, la part de marché s'est stabilisée à environ 12 %. Cette concurrence est à l'origine de bien des déboires qui apparaîtront à la fin des années quatre vingt.

Tableau 2
Part relative des actifs gérés par les intermédiaires financiers américains

Catégorie	1952-55	1956-60	1961-65	1966-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90
assurance vie	21.1 %	20.2 %	18.0 %	16.0 %	13.4 %	12.1 %	11.4 %	11.6 %
assurance dommages	4.4 %	4.4 %	4.3 %	3.8 %	3.7 %	4.1 %	4.1 %	4.5 %
banques	47.2 %	40.8 %	37.1 %	37.5 %	39.2 %	37.9 %	34.8 %	30.9 %
caisses d'épargne	15.4 %	18.4 %	20.9 %	20.5 %	21.0 %	22.3 %	20.3 %	17.9 %
fonds de pension	5.6 %	8.4 %	10.8 %	12.4 %	13.5 %	15.3 %	17.1 %	17.6 %
mutual funds	1.4 %	2.3 %	3.3 %	3.9 %	2.8 %	2.3 %	5.8 %	9.0 %
autres	4.9 %	5.5 %	5.6 %	5.9 %	6.4 %	6.0 %	6.5 %	8.5 %

Source : Federal reserve board

En matière de placements financiers, les assureurs vie américains ont longtemps adopté une politique conservatrice. A la fin de la seconde guerre mondiale, ils détenaient environ la moitié de leurs actifs en titres gouvernementaux américains. Mais face à une demande accrue de capitaux de la part des sociétés privées et à un besoin de financement important en logements, ils ont progressivement investi en obligations du secteur privé et en prêts hypothécaires. Ainsi en 1950, le portefeuille d'actifs est composé en moyenne de 25 % de titres du gouvernement américain, de 36 % d'obligations privées, de 25 % de prêts hypothécaires résidentiels et commerciaux et de 3 % seulement d'actions. A cette même époque, les investissements obligataires ont des maturités longues (20-30 ans) qui semblent bien appropriées à l'horizon de gestion des contrats traditionnels commercialisés. Il faut toutefois noter que ce choix de placements à long terme ne correspond pas nécessairement à une volonté d'adosser des actifs longs à des passifs longs, mais plutôt à deux motivations beaucoup plus pragmatiques :

- une structure des taux d'intérêt croissante, et donc une rémunération à long terme plus élevée,

- une faible attention portée au problème de la liquidité, les flux nets étant largement positifs pour les sociétés vie.

Les placements en actions sont historiquement faibles (tableau n° 3). En effet, la réglementation sur ce type d'investissements est très stricte dans de nombreux Etats. Ainsi, jusqu'en 1951, dans l'Etat de New York³, les assureurs vie ne sont pas autorisés à détenir des placements en actions. La part des actions sera limitée à 3% des actifs en 1951, puis à 5 % en 1957 et à 10 % en 1969. Depuis le début des années quatre vingt dix, les sociétés vie aux Etats-Unis investissent de manière plus marquée dans les actions, puisque celles-ci représentent en 1996 20.6 % de leurs actifs. Comme le montrent Bollon et de Varenne [1997], cette évolution récente rapproche l'assurance-vie américaine des standards européens.

Tableau 3
Répartition des placements des sociétés d'assurance-vie

Année	Obligations	Actions	Prêts hypothécaires	Immobilier	Prêts sur contrats	Autres
1950	61.5 %	3.3 %	25.1 %	2.2 %	3.8 %	4.1 %
1955	52.8 %	4.0 %	32.6 %	2.9 %	3.6 %	4.1 %
1960	19.0 %	4.2 %	34.9 %	3.1 %	4.4 %	4.4 %
1965	44.2 %	5.7 %	37.8 %	3.0 %	4.8 %	4.5 %
1970	40.6 %	7.4 %	35.9 %	3.0 %	7.8 %	5.3 %
1975	41.8 %	9.7 %	30.8 %	3.3 %	8.5 %	5.9 %
1980	44.4 %	9.9 %	27.4 %	3.1 %	8.6 %	6.6 %
1985	51.0 %	9.4 %	20.8 %	3.5 %	6.6 %	8.7 %
1990	56.4 %	9.1 %	19.2 %	3.1 %	4.4 %	7.8 %
1995	59.6 %	17.3 %	9.9 %	2.4 %	4.5 %	6.2 %
1996	58.0 %	20.6 %	9.0 %	2.1 %	4.3 %	6.0 %

Source : American council of life insurance

Dans les années cinquante, le secteur de l'assurance-vie va réaliser d'importants profits. Le taux de mortalité effectif est plus favorable que celui utilisé pour la tarification des produits. De plus, l'évolution des taux d'intérêt est propice aux investissements obligataires. La seule ombre dans ce panorama paisible est l'ouverture d'un nouveau champ d'épargne en 1949 lorsque les fonds de pension prennent leur véritable essor. Les sociétés d'assurance-vie vont peu à peu proposer leurs propres fonds de pension mais ceux-ci souffrent d'un désavantage concurrentiel profond : les fonds de pension ne sont pas limités sur leurs investissements en actions alors que les sociétés vie le sont fortement. Profitant d'un marché des actions très favorable pendant les années cinquante et soixante, les fonds de pension y investissent massivement et affichent des performances intéressantes. Les assureurs vie, quant à eux, sont contraints de conserver une structure de portefeuille beaucoup plus tradi-

tionnelle⁴. Ils pourront toutefois proposer des contrats fortement investis en actions, les *variable annuities*, mais libellés uniquement en unités de compte⁵.

LE BOULEVERSEMENT FINANCIER DES ANNEES 1979-81

Comme le montre Gart [1993], les années 1979 à 1981 vont être à l'origine d'une profonde mutation du secteur de l'assurance-vie. Les taux d'intérêt en très forte hausse, une inflation à deux chiffres et une volatilité accrue sur les marchés financiers font naître des doutes sur le pouvoir d'achat futur lié aux contrats d'assurance-vie traditionnels : les assurés veulent profiter, d'une manière ou d'une autre, de la hausse des taux d'intérêt. Ces événements vont avoir deux implications majeures pour le secteur : une nouvelle conception des produits d'assurance-vie et une nouvelle politique d'investissement.

Une nouvelle génération de produits d'assurance-vie

Les sociétés vie vont rapidement déployer de nouvelles gammes de produits d'assurance, pour y introduire des contrats sensibles à l'évolution des marchés financiers et plus particulièrement à celle des taux d'intérêt. Ces nouveaux produits ont deux points en commun : une prestation garantie et une participation aux performances de l'investissement⁶. Ainsi seront élaborés les contrats à taux garanti GICs⁷, les contrats universal life à versements libres, les variable life où l'assuré peut choisir la nature des investissements (actions, obligations ou taux monétaire) et les flexible premium variable life, combinaison des deux contrats précédents. C'est aussi à partir de cette époque que les contrats à taux garanti à prime unique SPDAs⁸ vont connaître une croissance remarquable.

Face à la concurrence non seulement des autres sociétés d'assurances mais aussi des autres intermédiaires financiers (fonds de pension, caisses d'épargne, banques commerciales, mutual funds) et sous la pression de leurs équipes commerciales, les sociétés vie, pour attirer le dollar d'épargne supplémentaire, jouent la carte de la flexibilité en offrant aux assurés de multiples opportunités contractuelles : les garanties de rendement, les options de remboursement anticipé, les avances sur contrats, les prolongations... Comme le remarquent Briys et de Varenne [1997], ces opportunités, outils indéniables de marketing, sont en fait autant de menaces pesant de plus en plus lourdement sur les bilans (tableau n° 4).

Tableau 4
L'exposition des sociétés d'assurance-vie au risque de taux d'intérêt

Sens de la variation	Nature du risque	Caractéristiques	Exemples
baisse des taux	chute du revenu	produits financiers insuffisants pour couvrir les engagements	taux garanti prolongation avances
hausse des taux	moins-values sur les actifs	vague de rachats problème de liquidité	rachats anticipés raccourcissement

C'est particulièrement le cas de la garantie de rendement et de l'option de remboursement anticipé. La plupart des contrats propose en effet une garantie minimale de rémunération et une clause de remboursement anticipé avec des pénalités relativement faibles. En cas de baisse durable des taux, la société fait face au risque de chute de ses revenus : les placements financiers peuvent être insuffisants pour tenir les engagements de rendement minimum. En cas de hausse subite des taux, les souscripteurs peuvent être tentés d'exercer leurs options de rachat pour placer leur épargne à de meilleures conditions : c'est la vague de rachats, le fameux *run* que craignent aussi les banques commerciales. Dans un tel scénario, l'assureur doit trouver des liquidités importantes à un moment où la valeur de marché de ses actifs a chuté.

Le tableau n° 5 indique l'évolution du taux annuel de rachat depuis 1955. D'un taux moyen de 5 % dans les années 1960, on atteint des taux supérieurs à 10 % pendant la période 1982-87, avec un point culminant à 12.3 % en 1985. Ces chiffres moyens sur l'ensemble du secteur cachent des situations bien différentes⁹.

Tableau 5 - Rachats anticipés sur contrats

Année	Contrats < 2ans	Contrats > 2 ans	Taux moyen
1955	11.4 %	2.5 %	3.8 %
1960	14.5 %	3.7 %	5.2 %
1965	15.4 %	3.5 %	5.1 %
1970	19.3 %	3.9 %	5.9 %
1975	20.9 %	4.5 %	6.7 %
1980	22.4 %	5.8 %	8.1 %
1981	23.5 %	6.6 %	8.9 %
1982	24.4 %	7.6 %	10.0 %
1983	25.1 %	8.6 %	11.0 %
1984	23.0 %	9.6 %	11.9 %
1985	20.9 %	10.3 %	12.3 %
1986	21.7 %	9.0 %	11.1 %
1987	20.5 %	8.3 %	10.2 %
1988	19.8 %	7.0 %	9.3 %
1989	18.6 %	6.7 %	8.8 %
1990	19.0 %	6.6 %	8.7 %
1995	17.1 %	5.4 %	7.2 %
1996	17.7 %	5.1 %	6.8 %

Source : American council of life insurance

Un autre exemple de flexibilité accordée dans les contrats est la possibilité qu'ont les assurés d'emprunter auprès de leur assureur en utilisant leur contrat comme collatéral. Ces avances sur contrats sont certes proposées depuis longtemps par les assureurs vie. Mais leur exercice massif peut s'avérer dangereux pour une société. En 1966, le taux d'intérêt sur ces avances est fixé selon les Etats à 5 % ou 6 %. A la suite d'une hausse des taux d'intérêt, un grand nombre d'assurés font jouer leur option d'emprunt pour placer à un taux plus avantageux : le taux moyen d'avances sur police passe subitement de 4 % du cash flow disponible à 14 %. De même en 1969, il se situe autour de 20 %. Les avances sur polices qui s'élèvent à un flux équivalent à 9.3 % des actifs à la fin de 1981 n'en représentent plus que 4.3 % en 1996 (tableau n° 6).

Tableau 6
Avances sur contrats

Année	Montant	Part de l'actif
1950	2 413	3.8 %
1955	3 290	3.6 %
1960	5 231	4.4 %
1965	7 678	4.8 %
1970	16 064	7.8 %
1975	24 467	8.5 %
1980	41 411	8.6 %
1981	48 706	9.3 %
1982	52 961	9.0 %
1983	54 063	8.3 %
1984	54 505	7.5 %
1985	54 369	6.6 %
1990	62 603	4.4 %
1995	95 939	4.5 %
1996	100 460	4.3 %

Source : American council of life insurance

Une politique d'investissements plus risquée

Pour proposer des contrats attractifs, les sociétés d'assurance-vie sont à la recherche de rendements élevés. Deux solutions sont principalement envisageables. La première exploite la structure à terme des taux d'intérêt. La courbe des taux étant croissante, certains assureurs investissent sur de longues maturités alors que la durée de leurs passifs s'est fortement réduite du fait de l'introduction d'une plus grande flexibilité : le risque de taux d'intérêt est nettement amplifié par cette mauvaise concordance entre les différents horizons. La deuxième solution privilégie une dégradation de la qualité des

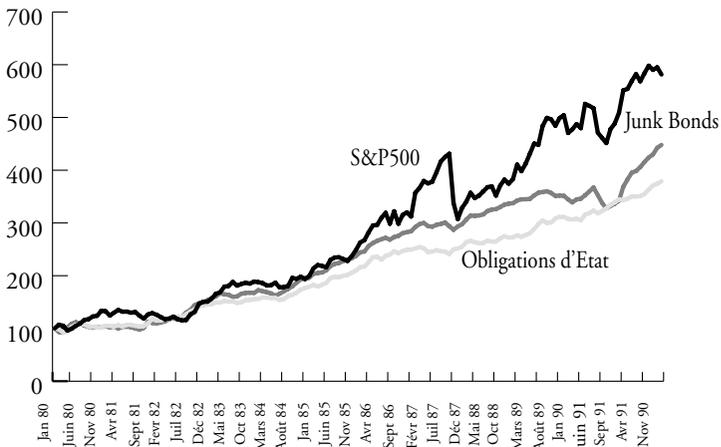
actifs. En effet, plus un actif est risqué, plus il est rémunérateur en moyenne.

Les portefeuilles vont donc rapidement être construits avec des prêts hypothécaires commerciaux plus risqués et des obligations de pacotille, les *junk bonds*. Ces deux instruments financiers offrent une rémunération plus élevée en contrepartie d'un risque accru de défaut sur le paiement du principal et/ou des intérêts. Le graphique n° 1 montre qu'en moyenne, entre 1977 et 1991, les *junk bonds* offrent une rentabilité supérieure à celle des obligations d'Etat, exception faite de la période 1989-90.

Certaines sociétés n'hésitent pas à investir massivement dans ces actifs à risque. Au 31 décembre 1991, l'ensemble du secteur a investi en moyenne 5 % de ses actifs en *junk bonds* et 17 % en prêts hypothécaires (dont 92 % de prêts hypothécaires commerciaux et de bureaux). A la fin de 1991, certaines sociétés ont une exposition importante aux *junk bonds* relativement à leurs fonds propres : Exceptional Producers (1355 %), Guarantee Security (1355 %), Executive Life (1344 %), Presidential Life (1241 %) et Investors Equity Life of Hawaii (1217 %). D'autres sont très exposées aux prêts hypothécaires douteux : Chicago Metropolitan Mutual Assurance (506 %), Supreme Life America (228 %), Kentucky Central Life (162 %), Travelers (124 %) et UNUM Pension (115 %).

164

Graphique 1
Evolution des indices SP500, obligataires et *junk bonds*



Source : Datastream (base 100 : janvier 1980)

Jusqu'à la fin des années quatre vingt, le marché des *junk bonds* et des prêts hypothécaires commerciaux s'avère un investissement très intéressant : un rendement moyen élevé et peu de défauts de paiement. Il faut attendre les années 1988 et 1989 pour voir apparaître les premiers risques significatifs liés à de tels placements. En effet, le début de la récession accentue fortement les difficultés. Le tableau n° 7 montre l'évolution du taux de défaut de paiement sur les prêts hypothécaires : de 1.0 % en 1981, il passe à 6.4 % en 1992. Le marché des *junk bonds* est au plus bas à la fin 1990. Il chute néanmoins deux fois et demi moins que celui de l'immobilier (graphique n° 2).

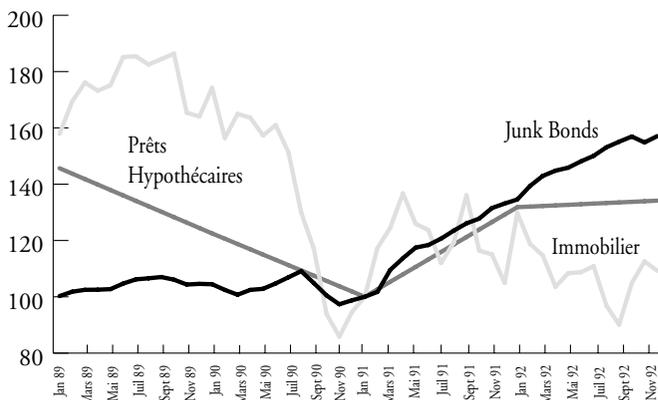
Tableau 7
Taux de défaut sur les prêts hypothécaires détenus par les sociétés d'assurance-vie

Année	Taux	Année	Taux
1970	0.9%	1988	2.7 %
1975	3.5%	1989	2.5 %
1980	1.0 %	1990	3.6 %
1981	1.0 %	1991	5.7 %
1982	1.4 %	1992	6.4 %
1983	1.6 %	1993	4.4 %
1984	1.7 %	1994	3.3 %
1985	2.3 %	1995	2.4 %
1986	3.6 %	1996	1.8 %
1987	3.2 %		

Source : American council of life insurance

DeAngelo, DeAngelo et Gilson [1994] chiffrèrent le coût de ces investissements risqués pour le secteur de l'assurance-vie. Le marché total des *junk bonds* (205 milliards de dollars en 1989) perd 9.2 % à la fin 1990, soit 19 milliards de dollars : pour les assureurs vie, la facture des *junk bonds* s'établit à environ 8 milliards de dollars.

Graphique 2
Evolution des marchés des junk bonds, prêts hypothécaires et immobilier



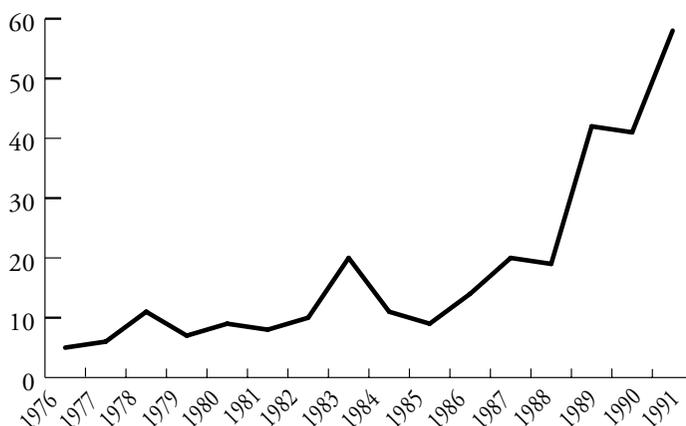
Source : Datastream, Nareit (base 100 : 31 décembre 1990)

166

Le marché de l'immobilier de bureaux est estimé à 3 500 milliards de dollars en 1989. Il aurait perdu environ 30 % en 15 mois, soit 1 000 milliards de dollars, c'est-à-dire le double du krach d'Octobre 1987 sur le marché des actions à Wall Street. Sur 3 500 milliards, les assureurs vie détiennent 256 milliards de dollars en prêts hypothécaires et 47 milliards en immobilier. La moins-value sur le marché de l'immobilier s'élève donc à environ 90 milliards pour les assureurs vie. Au total, la moins-value entre fin 1989 et début 1991 sur ces deux catégories d'investissements risqués est de 98 milliards de dollars.

Le résultat est bien sûr désastreux : moins de 10 faillites par an avant 1987, 42 en 1989, 41 en 1990 et 58 en 1991 (graphique n° 3). Parmi ces faillites, quelques unes sont spectaculaires : *First Executive* (19 milliards de dollars d'actifs dont 65% investis en *junk bonds*), *Mutual Benefit Life* (14 milliards de dollars dont 52 % dans l'immobilier), *First Capital* (10 milliards de dollars dont 39 % en *junk bonds*), *Baldwin United* (9 milliards de dollars) et *Monarch Life* (4.5 milliards de dollars). Les raisons sont variées : moins values importantes sur les *junk bonds* et les prêts hypothécaires, mauvaise tarification des produits, actifs peu liquides, vagues de rachat... La crise de confiance dans le public est, de plus, accentuée par les dégradations de notation de la plupart des assureurs.

Graphique 3
Nombre de faillites de sociétés d'assurance-vie aux Etats-Unis



Source : A.M. Best Company, Best's Insurance Management Reports

Depuis 1990, après une décennie d'investissements conséquents dans des actifs risqués qui s'est soldée par une facture d'environ 100 milliards de dollars, les assureurs vie américains « nettoient » progressivement leurs bilans. Comme le montre le tableau n° 8, la qualité du portefeuille obligataire s'est sensiblement améliorée. Alors que les *junk bonds* représentaient, en moyenne, 11.6 % du portefeuille obligataire en 1990, leur part relative a été ramenée en 1996 à environ 5 %. De même, la proportion des titres obligataires cotés en Bourse, et donc plus liquides, s'est accrue.

167

Tableau 8
Description du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance-vie

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Qualité supérieure	88.4 %	91.3 %	92.6 %	94.4 %	94.7 %	94.8 %	94.7 %
• classe 1	66.7 %	70.1 %	71.0 %	71.3 %	71.0 %	72.1 %	71.8 %
• classe 2	21.7 %	21.2 %	21.6 %	23.1 %	22.8 %	22.7 %	22.9 %
Qualités moyenne et inférieure	11.6 %	8.7 %	7.4 %	5.6 %	5.3 %	5.2 %	5.3 %
• classe 3	4.6 %	3.5 %	3.1 %	3.0 %	3.2 %	3.2 %	3.2 %
• classe 4	4.7 %	3.2 %	2.6 %	1.7 %	1.6 %	1.7 %	1.8 %
• classe 5	1.8 %	1.3 %	1.1 %	0.6 %	0.3 %	0.2 %	0.2 %
• classe 6	0.5 %	0.7 %	0.6 %	0.3 %	0.2 %	0.1 %	0.1 %
Obligations cotées en Bourse	71.9 %	73.5 %	75.4 %	76.9 %	77.5 %	78.0 %	77.6 %
Obligations non cotées	28.1 %	26.5 %	24.6 %	23.1 %	22.5 %	22.0 %	22.4 %

Source : American council of life insurance

Les classes 1 à 6 sont définies par la NAIC, les junk bonds regroupant les classes 3 à 6

UN EXEMPLE CARACTERISTIQUE : EXECUTIVE LIFE

Parmi les nombreuses faillites de sociétés d'assurance-vie américaines, le cas de *Executive Life Insurance Company* est riche d'enseignements. Grâce à une politique agressive de conquête de parts de marché, des produits très attractifs et un investissement massif dans les *junk bonds*, cette société se hisse parmi les sociétés vie les plus importantes de la fin des années quatre vingt. Pourtant en avril 1991, les autorités de tutelle de l'Etat de Californie saisissent ses actifs : c'est à ce jour la plus importante faillite dans l'histoire de l'assurance aux Etats-Unis.

Entre 1974 et 1988, sous l'impulsion de son président Fred Carr, *Executive Life* connaît une ascension extraordinaire, passant en terme d'actifs gérés du 355^{ème} rang en 1974 à la 15^{ème} place. En 1988, le magazine *Fortune* la classe 3^{ème} pour sa rentabilité. Quand *Executive Life* est saisie par l'autorité de tutelle, 65 % de ses actifs sont investis en *junk bonds*¹⁰ : c'est l'un des plus importants portefeuilles de junk bonds jamais créés. DeAngelo, DeAngelo et Gilson [1994] montrent que ce sont les rendements élevés procurés par ce portefeuille qui ont notamment permis à *First Executive*, la maison mère, de mener une politique agressive de conquête de parts de marché. Cette faillite est étroitement liée à la débâcle du marché des *junk bonds* de juillet 1989 à décembre 1990. Outre les moins-values sur son portefeuille, *Executive Life* a dû faire face à une vague de rachats massifs d'environ quatre milliards de dollars en quelques mois, au plus bas du marché des *junk bonds*, après l'annonce d'une provision de 515 millions sur son portefeuille.

168

Le cas d'*Executive Life* est doublement intéressant. D'une part, il illustre parfaitement le mécanisme de conquête du dollar d'épargne dans les années quatre vingt chez un assureur vie américain : une prise de risque accrue aussi bien au niveau des passifs (les contrats vendus) que des actifs (les investissements). Et, lorsque le risque se matérialise, à l'actif, par une forte moins-value sur le portefeuille, il se répercute, au passif, par une vague de rachats massifs. D'autre part, cette faillite montre le rôle amplificateur joué par la presse et les courtiers.

L'ascension extraordinaire : 1974 à 1989

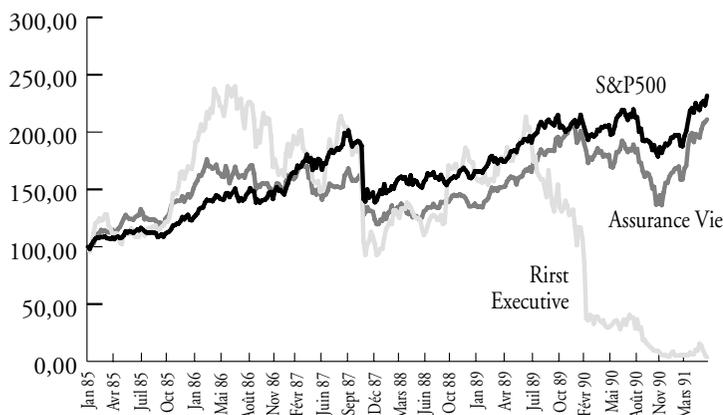
Créé en 1962, le groupe d'assurance-vie *First Executive* connaît des difficultés financières. En 1974, Fred Carr est nommé président. Sous sa présidence, *Executive Life*, sa principale filiale, va devenir le 15^{ème} assureur vie des Etats-Unis en 1988. En 1982, *First Executive* devient le 3^{ème} émetteur de SPDA. Les produits sont essentiellement vendus par l'intermédiaire de courtiers indépendants et offrent des taux de

rémunération particulièrement élevés. Cette politique de tarification agressive repose, d'une part, sur une équipe de commerciaux indépendants pour minimiser les coûts de la distribution et, d'autre part, sur un investissement massif dans les *junk bonds*. Ainsi, le portefeuille constitué sur ces actifs risqués atteint 11 milliards de dollars à la fin 1989, pour un marché global estimé à 205 milliards de dollars. Ils constituent 65 % des actifs quand *Executive Life* est saisie par les autorités en avril 1991.

En 1988, Fred Carr semble avoir de remarquables résultats : 15^{ème} assureur vie, 1^{er} assureur pour le ratio profit par employé et 3^{ème} pour la rentabilité boursière de l'action. Jusqu'à la fin de 1989, le rating de Standard and Poor's est maximum (AAA) et la performance du titre *First Executive* est supérieure à celle du secteur vie. Le graphique n° 4 montre les principales étapes du passage de la société très performante du milieu des années quatre vingt à la société en faillite du printemps 1991. En 1985 et 1986, le rendement de l'action *First Executive* dépasse ceux du secteur de l'assurance vie et du marché américain en général. De fin 1987 au début 1989, le titre *First Executive* est certes en dessous du marché actions mais à un niveau comparable aux autres sociétés d'assurance vie. En 1989, le cours de l'action chute bien en dessous des deux autres indices.

169

Graphique 4
Comparaison de performances boursières



Source : Datastream (base 100 : janvier 1985)

La chute vertigineuse : 1990 à avril 1991

Le 22 janvier 1990, le cours de l'action chute de 40,75 % pour passer de \$6,75 à \$4 après l'annonce d'une provision après impôts de

515 millions de dollars sur les pertes du portefeuille de *junk bonds*. Sur le seul mois de janvier 1990, le titre perd 65.4 %. *First Executive* révèle aussi que ses moins-values sur ses investissements sont de 968 millions de dollars sur le 4^{ème} trimestre de 1989, après une chute de 528 millions de dollars au 3^{ème} trimestre. Dans les jours qui suivent, Moody's, Standard and Poor's et A.M. Best dégradent la notation de *First Executive*. Dix jours plus tard, les régulateurs de l'Etat de Californie installent des contrôleurs permanents chez *Executive Life*. Ils imposent des restrictions importantes sur la gestion de la société (achat/vente de junk bonds, réassurance...).

L'annonce des moins-values exceptionnelles entame la confiance des assurés. Comme le montre le tableau n° 9, cette méfiance se traduit par une vague de rachats. D'un niveau de rachat de 295 millions de dollars en 1986, on passe en 1990 à environ 4 milliards de dollars, dont 3 milliards sur les six premiers mois de 1990. 70 % des contrats rachetés sont des SPDA. Le graphique n° 5 récapitule les remboursements hebdomadaires. Le sommet est atteint au milieu du mois de mars 1990, ce qui indique que, compte tenu des délais administratifs de remboursements de 10 à 30 jours en moyenne, le vague de rachats a immédiatement suivi l'annonce de la provision. La perte de confiance est telle qu'en février 1990, *First Executive* reçoit en moyenne 25 000 appels téléphoniques d'assurés ou d'agents par semaine.

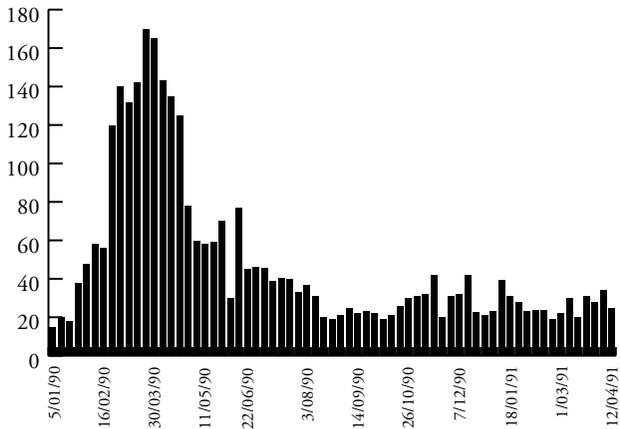
170

Tableau 9
Rachats annuels et trimestriels de First Executive

Rachats annuels		Rachats trimestriels		
1986	295	1989	1 ^{er} trimestre	396
1987	736		2 ^{ème} trimestre	417
1988	750		3 ^{ème} trimestre	208
1989	1 318		4 ^{ème} trimestre	297
1990	3 888	1990	1 ^{er} trimestre	1 698
			2 ^{ème} trimestre	1 303
			3 ^{ème} trimestre	439
			4 ^{ème} trimestre	461

Source : formulaires 10-K et 10-Q de First Executive (en millions de dollars)

Graphique 5
Rachats hebdomadaires - Executive Life



Source : California department of insurance

Le 1^{er} avril 1991, *First Executive* annonce ses résultats pour l'année 1990 : une perte de 366 millions de dollars et une moins-value sur l'ensemble du portefeuille à l'actif de 2.6 milliards de dollars. La valeur de marché des fonds propres devient négative (- 2.5 milliards de dollars), ce qui rend la société insolvable. Immédiatement, les différents ratings sont dégradés. Le 11 avril 1991, John Garamendi, premier commissaire des assurances de l'Etat de Californie élu au suffrage universel en janvier 1991, décide de saisir *Executive Life* pour éviter une nouvelle vague de rachats et mettre fin à l'insolvabilité de la société. Après cette annonce, une vague de rachats se produit chez *Executive Life of New York*, la seconde filiale de *First Executive*. Les autorités de tutelle de l'Etat de New York saisissent, à leur tour, le 16 avril 1991 la société new-yorkaise. Sans ses deux principales filiales, *First Executive* ne peut faire face à ses obligations et se place sous la protection du régime des faillites, le chapitre 11, le 13 mai 1991.

Le mécanisme qui a conduit à la faillite est caractéristique : de lourdes pertes sur les actifs, une crise de confiance du public et une vague de rachats. Cependant dans le cas d'*Executive Life*, la presse et les courtiers n'ont pas joué un rôle sans conséquence. En effet, un certain nombre d'autres sociétés vie sont à la fin des années quatre vingt dans une situation aussi précaire qu'*Executive Life* du fait de leurs investissements massifs dans l'immobilier. Or, la baisse du marché immobilier est deux fois et demi plus importante que celle du marché des *junk bonds*. Pourtant, la presse n'a pas couvert de la même manière les déboires de

ces sociétés. Le contexte de la fin de cette décennie aux Etats-Unis peut expliquer l'acharnement des media sur *Executive Life* : l'effondrement du marché des junk bonds, la chute de la banque Drexel et le procès de Michael Milken - qui plaide coupable en avril 1990. De plus, *First Executive* avait opté pour un système de distribution indépendant de la société - par des courtiers - pour diminuer les frais de gestion. Si cette stratégie s'est révélée gagnante dans l'acquisition de parts de marché, elle a contribué à la chute d'*Executive Life* : devant les pertes colossales annoncées, les courtiers n'ont eu aucun mal à convaincre leurs clients de racheter leurs polices pour les placer chez un concurrent, touchant au passage une nouvelle commission. Ce facteur amplificateur n'est, dans ce cas, pas à négliger.

Qu'est-il advenu des assurés ? Le portefeuille de *junk bonds* d'*Executive Life* a été cédé à une banque française. Le reste des actifs a été transféré dans trois *trusts* pour une liquidation « rapide ». Ils ont été fermés en janvier 1995 (455 millions de dollars), en décembre 1995 (365 millions de dollars) et en janvier 1997 (193.4 millions de dollars). Au moment de la faillite, en avril 1991, le fonds de garantie de la Californie n'était pas suffisant pour couvrir les pertes de la société d'assurance. Pour la première fois dans l'histoire des Etats Unis, les fonds de garantie de 40 états - normalement indépendants - ont « collaboré » pour indemniser collectivement les assurés d'*Executive Life*. A ce jour, ces derniers ont reçu en moyenne 92.5 % de leur épargne au moment de la liquidation de la société en avril 1991.

Cette crise de l'assurance-vie aux Etats-Unis n'est ni la première dans l'histoire du pays, ni isolée dans le monde.

En effet, il ne faudrait pas croire que les déboires récents des assureurs vie américains sont un fait unique dans l'histoire du secteur. Ils avaient déjà été confrontés, pendant la grande dépression de 1929, à des problèmes liés aux fortes moins-values pesant sur leurs actifs, aux options de remboursement anticipé et aux clauses d'avances sur polices. Leur réaction à l'époque fut d'ailleurs fort intéressante. Dacey [1963] montre qu'à la suite du krach de 1929, une quarantaine de sociétés d'assurance-vie (sur les 300 en activité à ce moment là) sont en faillite. Entre 1931 et 1932, des millions d'assurés touchés par la récession vont faire jouer leurs clauses de rachat ou d'avances sur polices pour des raisons essentiellement économiques et non pas pour « arbitrer » leurs contrats. Devant l'incapacité croissante de faire face à leurs obligations, les principaux assureurs vie décident de se rencontrer, dans un secret absolu, à New York en février 1933. Sont également présents des représentants de l'autorité de tutelle, les commissaires de dix neuf Etats. Durant cette réunion, deux mesures radicales seront prises.

- Les assureurs arrivent à convaincre les commissaires de déclarer légale une suspension des paiements entre mars et septembre 1933, à l'instar des banques. La différence principale réside dans la durée du moratoire ainsi obtenu. Le gouvernement américain a en effet interrompu les paiements dans les banques pendant une semaine, alors que les assureurs s'octroient un ballon d'oxygène de 6 mois.

- La dépréciation des titres détenus à l'actif est telle qu'un grand nombre de sociétés vie doit déclarer faillite. Pour y remédier, la solution des assureurs consiste à modifier les règles d'enregistrement comptables de façon à « habiller » les bilans. C'est à partir de ce moment que les actifs ne sont plus comptabilisés à leur valeur de marché (en l'occurrence trop faible) mais à leur valeur d'acquisition (qui est alors plus élevée).

Le reste du monde n'est pas épargné par cette crise de l'assurance-vie. Comme le soulignent avec force Gordon Grant et Mike Lombardi¹¹, le Canada n'a pas été épargné non plus : « *Take 145 life insurance companies of various sizes and strengths. Watch as a falling real estate market depresses profitability. Add the threat of major competition from the banks. Impose tougher regulation. And remove a few companies as their surplus shrivels up. This, in a nutshell, describe the travails of the Canadian life insurance industry over the last decade* ». En 1991, à la demande des consommateurs, les assureurs canadiens ont créé CompCorp, un fonds de garantie financé par les assureurs eux-mêmes. Un an après la création de CompCorp, la société Les Coopérants faisait faillite. Elle était bientôt suivie par Sovereign Life et Confederation Life. Cette dernière¹² détient un record peu enviable, celui de la plus grosse société d'assurance-vie en faillite sur le continent nord-américain. L'Europe a été marquée par la faillite et l'effondrement de la notation¹³ des quatre plus grands assureurs scandinaves, par la quasi-faillite de la GMF et la recapitalisation coûteuse du GAN en France. Au Japon, la faillite de Nissan Mutual Life, annoncée à la fin du mois d'avril 1997, est venue confirmer que les assureurs vie japonais sont désormais mortels. Il est vrai que, avec environ 70 % de son passif constitué de contrats avec un rendement garanti de 5.5 % et des taux d'intérêt sur les marchés financiers compris entre 0.6 % et 2.4 %, la situation nette de Nissan Mutual Life ne pouvait que « mécaniquement » se dégrader. La perte est aujourd'hui estimée à plus de 10 milliards de francs.

La facture des 190 cas d'insolvabilité d'assureurs américains recensés par A.M. Best sur la période 1971-91, ajoutée à celle des faillites des caisses d'épargne américaines et des autres sociétés d'assurance-vie dans le monde, est telle que clients, actionnaires et politiques n'hésitent plus à mettre en cause la compétence des gestionnaires et celle des autorités

de tutelle. A la lueur de l'expérience américaine, un certain nombre d'enseignements peuvent toutefois être tirés.

I) Le mécanisme conduisant les sociétés d'assurance-vie à la faillite est dans la plupart des cas identique. La pression concurrentielle entre les assureurs, mais aussi avec les autres intermédiaires financiers, conduit inéluctablement les différents acteurs à une course au chiffre d'affaires et à la part de marché, à une sous-tarifcation des produits ainsi qu'à une surenchère de promesses vis-à-vis du client. Pour afficher des rendements supérieurs à ceux des concurrents et pour tenir les promesses qui ont été mal, voire pas du tout, tarifées, les assureurs sont alors contraints de dégrader la qualité de leurs investissements. Lorsque les rendements des actifs s'avèrent être insuffisants, les fonds propres jouent, temporairement, le rôle d'amortisseur, de matelas de sécurité. Dès lors qu'ils n'arrivent plus à absorber les pertes, l'issue est fatale. Les faillites récentes montrent de plus que la taille de la société n'est pas un facteur limitatif du risque de défaillance. Bien au contraire. Le syndrome du « *too big to fail* » ne résiste donc plus à l'examen des faits.

II) La réglementation inadéquate et le laxisme des autorités de tutelle sont devenus des évidences. L'exemple des caisses d'épargne américaines est à ce propos fort édifiante. Les autorités de tutelle¹⁴ ont essayé de masquer la dégradation des bilans des caisses d'épargne américaines pour tenter de stopper leur débâcle. Des règles comptables complaisantes ont ainsi été adoptées. White [1991] montre l'importance de ces modifications. En 1984, sur la base de règles de comptabilisation classiques GAAP¹⁵, 374 caisses d'épargne sont en faillite. Sous le nouveau régime comptable RAP¹⁶, seulement 71 ne sont pas solvables. On estime que si l'abcès avait été crevé dès 1984, sur une appréciation à leur valeur de marché des fonds propres, la crise des *Savings and Loans* n'aurait été que de quarante milliards de dollars. Les dernières estimations du coût de sauvetage du secteur sont depuis passées à environ cinq cents milliards de dollars. Dans le secteur de l'assurance-vie, aux Etats-Unis, jusqu'au début des années quatre vingt dix, aucune réglementation n'imposait aux sociétés un minimum de fonds propres pour exercer leurs activités. Il faut attendre 1993 pour que soit mise en place une marge de solvabilité adaptée aux risques pris par l'assureur à la fois à l'actif (les investissements) et au passif (les engagements)¹⁷. En Europe, la « marge de solvabilité » minimale des sociétés d'assurance-vie est définie à partir de la troisième directive vie. Elle est calculée à partir d'un pourcentage fixe des engagements, sans tenir compte de la qualité des actifs et des passifs. Au Japon, la question de la qualité du contrôle des sociétés d'assurances a été récemment soulevée. Le président de Nissan Mutual Life a ainsi affirmé lors d'une conférence de presse que la situation nette de sa société était négative depuis au

moins trois ou quatre années. Il semble aussi que les autorités de tutelle étaient informées depuis longtemps de l'état de santé de Nissan Mutual Life mais espéraient que les conditions sur les marchés financiers allaient s'améliorer. En réalité, le trou ne faisait que s'agrandir au cours du temps¹⁸. Un grand défi doit donc être relevé, dans les années à venir, par les autorités de tutelle. Elles devront adapter leur appréhension des risques portés au sein d'un bilan d'une société d'assurance-vie et, sans aucun doute, remettre en cause le calcul traditionnel des exigences minimales de fonds propres. A l'instar de la révolution récente qui s'est déroulée dans le secteur bancaire, des méthodes plus élaborées¹⁹ seront inéluctablement mises en œuvre.

III) En échange des cotisations versées, les sociétés d'assurance-vie inscrivent à leurs bilans les engagements contractés vis-à-vis de leurs assurés, c'est-à-dire les promesses qu'elles seront tenues de respecter. Alors que dans la terminologie des assureurs le producteur est celui qui émet les contrats, l'histoire de la crise de l'assurance-vie aux Etats-Unis enseigne que le vrai producteur des promesses vendues aux assurés est plutôt le financier. Celui-ci doit mobiliser les ingrédients pertinents, c'est-à-dire les actifs financiers idoines, qui garantiront la bonne fin des relations avec les assurés. L'assemblage de ces ingrédients donne naissance aux portefeuilles de placements des sociétés d'assurances. Les marchés financiers fournissent le lieu où les sociétés peuvent s'approvisionner en actifs financiers afin de couvrir leurs promesses. Couvrir adéquatement les engagements pris est synonyme de promesse tenue, c'est-à-dire de maîtrise des coûts de production. C'est pourquoi la mesure et la gestion des risques financiers vont devenir progressivement les outils de base d'une véritable stratégie de développement. Plus précisément, la gestion coordonnée des actifs et des passifs²⁰ doit être considérée comme une technique managériale destinée à tenir les engagements pris vis-à-vis des assurés et à protéger le surplus de la société, c'est-à-dire la valeur de marché des fonds propres, contre des fluctuations intempestives de l'environnement économiques.

IV) Enfin, cette crise américaine permet de définir le rôle des actionnaires dans une société d'assurance-vie. En effet, les dirigeants des sociétés d'assurances ont longtemps considéré que leur activité était moins exposée aux risques financiers que les banques, convaincus que ces risques n'avaient pas grand chose à voir avec leur métier de base. Mais, ne pas prendre en compte ces risques financiers revient à exposer de manière considérable les fonds propres des sociétés. Plus simplement, la mauvaise gestion du contrat implique de *facto* que l'actionnaire assure l'assuré en acceptant de voir ses fonds propres laminés par un mouvement adverse sur les marchés financiers. Or, il est clair qu'un actionnaire d'une société d'assurance-vie n'est pas là pour parier sur l'évolution des

marchés financiers. Il n'a pas besoin d'une société d'assurance-vie pour lui servir d'un tel véhicule. Il serait d'ailleurs surprenant que le destin de la société ne soit plus entre les mains de ses dirigeants, et de leur talent, mais dans celles, par définition erratiques, des variables financières. En dernier ressort, l'assureur dira bien souvent que se couvrir correctement est coûteux et risque de le mettre en situation non concurrentielle. Mais avec une telle affirmation, il découvre le coût de son erreur de tarification. Et toute vérité n'est pas bonne à dire ou à recevoir. En suivant une saine logique financière, l'assureur doit engranger sa marge non pas en spéculant sur les marchés financiers, mais en facturant plus cher à son client les facteurs de production qu'il a mobilisés pour couvrir le contrat d'assurance. En ne maîtrisant pas, par des techniques modernes de couverture, les risques pris au sein d'un bilan, les managers des sociétés d'assurances privilégient indûment les assurés au détriment de leurs actionnaires. Leur stratégie consiste à faire peser le poids du risque non tarifé sur les épaules des actionnaires. Or, existe-t-il un marché plus concurrentiel que celui des actionnaires ? A ce jeu, il y a fort à parier que les actionnaires iront investir leurs avoirs dans des entreprises ou des secteurs plus prometteurs car mieux gérés. A moins que les managers ne soient brutalement remerciés par des actionnaires vigilants !

176

REFERENCES

- BOLLON, P. et P. BRAHIN, 1997, « L'assurance japonaise : colosse aux pieds d'argile ou phénix ? », *Revue d'Economie Financière*.
- BOLLON, P., et F. de VARENNE, 1997, « Assurance et intermédiation financière », *Encyclopédie des Marchés Financiers*, Economica, 127-139
- BRIYS, E., et F. de VARENNE, 1997, « Assurance-vie et risques financiers : une lecture optionnelle », *Encyclopédie des Marchés Financiers*, Economica, 166-185.
- DACEY, N.F., 1963, *What's Wrong with our Life Insurance*.
- DE ANGELO, H., L. DE ANGELO et S.C. GILSON, 1994, « The collapse of First Executive Corporation junk bonds, adverse publicity, and the run on the bank phenomenon », *Journal of Financial Economics*, 36, 287-336
- GART, A., 1993, *Regulation, Deregulation, Reregulation*, John Wiley & Sons
- WHITE, L.J., 1991, « The structure conduct and regulation of the life insurance industry », in R.W. Kopcke and R.E. RANDALL (Eds), *The Financial Condition and Regulation of Insurance Companies*, Federal Reserve Bank of Boston.

NOTES

1. Des produits très attractifs et un investissement massif dans des actifs risqués.
2. Les junk bonds, ou obligations de pacotille, sont des obligations émises par le secteur privé avec un fort risque de crédit et, corrélativement, une forte rémunération.
3. Où le marché vie est le plus important.
4. En majorité des obligations, des prêts hypothécaires et très peu d'actions.
5. Les contrats libellés en unités de compte sont exprimés non pas en unités monétaires mais en unités de compte, chaque unité de compte représentant une fraction d'un ou plusieurs fonds d'investissement. Le montant des engagements pris par la société vis-à-vis de l'assuré fluctue au gré des évolutions du ou des fonds d'investissement. L'assuré supporte donc sur ce type de contrat le risque en capital.
6. Sur la prime et/ou sur les prestations.
7. Guaranteed Investment Contracts.
8. Single Premium Deferred Annuities.
9. Voir l'exemple d'Executive Life, paragraphe 4.
10. Pour une moyenne du secteur de 6-7%.
11. Tillinghast-Towers Perrin.
12. 24 milliards de dollars canadiens d'actifs.
13. De AA à BBB.
14. Le FHLBB.
15. Generally Accepted Accounting Principles.
16. Regulatory Accounting Principles.
17. Risk-based capital ratio.
18. Pour une analyse de l'assurance au Japon, voir BOLLON et BRAHIN [1997].
19. De type value-at-risk.
20. Asset liability management.