

# CRISE DES « SUBPRIMES »

## ASSURANCE ET ASSURABILITÉ

KADIDJA SINZ

ACE Europe

*La nouvelle crise financière mondiale actuelle, provoquée par la baisse de la valorisation, voire la non-liquidité d'instruments financiers utilisant le rendement de prêts immobiliers américains à risque, engendre déjà une augmentation importante des mises en cause à l'encontre des institutions financières et de leurs dirigeants aux États-Unis et en Europe. Ces mises en cause émanent à la fois des actionnaires, des clients particuliers ou institutionnels et du régulateur.*

*Quelles seront les pertes enregistrées par les assureurs au titre des garanties d'assurance délivrées aux institutions financières ? En quoi cette crise est-elle différente des précédentes ? Débordera-t-elle sur les entreprises industrielles et commerciales ? Quelles leçons allons-nous en tirer ? S'il est encore trop tôt pour aboutir à des conclusions, quelques pistes de réflexion peuvent d'ores et déjà être dégagées.*

Certains analystes décrivent d'emblée la crise actuelle comme une crise d'un modèle de capitalisme. Si tel était le cas, au-delà de leçons pour une analyse affinée des risques, il faudrait évaluer les grands équilibres financiers de la branche responsabilité des dirigeants, voire de la responsabilité professionnelle des institutions financières, car les règles du jeu pourraient être modifiées.

En février 2008, Christopher Cox, chairman de la SEC (Securities and Exchange Commission), décrivant ses priorités pour l'année en cours dans le contexte de la crise dite des « subprimes », indique : « *Nous avons déjà engagé une action pour établir les possibilités de l'existence de fraudes ou de manquement aux obligations fiduciaires portant sur les CDO<sup>1</sup>. Entre autres problèmes que nous rencontrerons cette année, nous devons déterminer si les banques ou sociétés d'investissement ont*

*représenté de manière adéquate, à la fois dans leurs déclarations auprès de la SEC et par les informations données au public, ce qu'elles savaient à propos de leur portefeuille CDO et leur valorisation.* »

La SEC cherche également à savoir si les banques ont exercé une action de due-diligence suffisante avant de vendre des « *mortgage backed securities* » et si, le cas échéant, elles agissaient sur la foi d'informations privilégiées.

Ces déclarations montrent la détermination des autorités boursières américaines à rechercher à la fois l'existence de fraudes éventuelles et de problèmes liés à la qualité de l'information donnée aux marchés. Les résultats de ces investigations serviront, le cas échéant, à étayer les plaintes enregistrées émanant d'actionnaires et de clients.

Le 17 mars 2008, Alan Greenspan déclare au *Financial Times* : « *L'actuelle crise financière qui frappe les États-Unis sera vraisemblablement jugée, en*

*rétrospective, comme la plus dévastatrice connue depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.* » On entrevoit ici que les montants des pertes seront tels que l'on devrait assister à une nouvelle vague de réglementations et que cela donnera matière à de nombreuses mises en cause lors de la recherche des responsabilités de la crise.

Quelle sera la part des pertes portée par les assureurs et, en particulier, par les assureurs des institutions financières ?

## Crise et risques

**D**epuis les trente dernières années, chaque crise financière a posé avec de plus en plus d'acuité les questions de la responsabilité des dirigeants d'entreprises dans la genèse et la gestion de crise. Par ailleurs, l'ouverture de marchés financiers mondialisés renforce la nécessité d'une information transparente – fondée sur des principes acceptés par tous – due aux actionnaires et clients.

Des réponses ont été données au niveau national et international par :

- la mise en place de législations supplémentaires ;
- l'élaboration de codes de conduite ;
- la définition de bonnes pratiques ;
- et, enfin, la mise en œuvre de nouvelles normes comptables.

Un effet de ces mesures est que les responsabilités des opérateurs économiques se multiplient et, par là, le champ d'application des garanties proposées par les assureurs.

À l'intérieur de l'entreprise, par la mise en place de règles de bonne gouvernance revues, le législateur a cherché à améliorer la direction stratégique de l'entreprise. Il y a eu un rééquilibrage des pouvoirs en vue d'une prise de décision plus collégiale, avec un rôle accru donné aux administrateurs indépendants. D'une part, on a renforcé les contrôles réalisés par le conseil d'administration par le biais des comités d'audit, des comités de rémunération, de la création de la procédure de « *whistle blowing* »... D'autre part,

le mode et le montant de la rémunération du dirigeant, ainsi que l'étendue de sa responsabilité personnelle, sont au centre des débats actuels.

Une information plus transparente aux actionnaires et investisseurs doit assurer une fluidité et une stabilité accrues des marchés (SOX, *Sarbanes-Oxley Act*, aux États-Unis ; LSF, loi sur la sécurité financière, en France...).

Des mécanismes de prévention des risques majeurs – ceux qui pourraient mettre en cause la viabilité même de l'entreprise – sont généralisés pour garantir la fiabilité et la pérennité des entreprises.

Enfin, les consommateurs eux-mêmes sont aujourd'hui au centre des préoccupations des pouvoirs publics. La qualité de leur protection est un élément de confiance destiné, entre autres, à contrebalancer l'internationalisation de l'offre.

Les assureurs de la responsabilité personnelle des dirigeants d'entreprises et de la responsabilité professionnelle des entreprises et institutions financières vivent en direct ces évolutions. Ils aménagent leurs offres et affinent leurs analyses de souscription, alors que chaque crise provoque une augmentation des réclamations et une sinistralité à la fois plus fréquente et plus élevée.

## L'impact financier des réclamations liées à la crise des « *subprimes* »

**L**es analystes de l'assurance, dans une étude de mars 2008, évaluent les pertes potentielles spécifiquement liées aux prêts des « *subprimes* » à huit milliards USD.

Ce montant est à replacer dans le contexte de plus de trois cents milliards USD de diminution d'actifs engendrés à ce jour, touchant plus de cent trente entreprises. Cette estimation ne concerne que les pertes liées à l'activité d'assurance et non les pertes d'investissement des assureurs. Elle ne prend pas en

compte des sinistres liés en général au crédit mais non adjoints directement aux prêts « *subprimes* ».

Notons aussi que, à ce stade, il est trop tôt pour savoir si les entreprises industrielles ou commerciales seront touchées par des réclamations d'actionnaires qui seraient fondées sur l'existence d'un investissement dans ces instruments financiers de type CDO, et s'il y a eu nécessité, le cas échéant, de procéder à une réévaluation de leurs bilans – y compris en raison de l'obligation de valoriser les créances sur le principe de la « *fair value* ». Si tel devait être le cas, nous verrions une forte augmentation des réclamations contre les dirigeants des entreprises hors du secteur financier.

Cette estimation de la sinistralité portée par les assureurs est fondée sur une analyse des sources de réclamations et des responsabilités en cause. La typologie des contrats d'assurance en jeu est variée et les problématiques de couverture sont complexes en raison des caractéristiques de la crise actuelle.

La perte financière afférente aux prêts « *subprimes* » est d'abord liée à une détérioration du prix de l'immobilier. En effet, même si l'on peut discuter la qualité de l'étude de la capacité de remboursement des emprunteurs concernés, le mécanisme de prêt, fondé à la fois sur des prêts à taux variables et sur l'augmentation de la valeur du bien financé, pouvait apparaître comme justifiable. Or, la seule perte financière ne fait pas l'objet de couvertures d'assurance. Il ne s'agit pas d'un sinistre lié à un dommage de type catastrophe naturelle ou résultant d'une fraude caractérisée – sinistres qui sont, entre autres, des faits générateurs classiquement garantis par les assureurs. Il est également difficile de déterminer un fait déclenchant, spécifique et clairement identifié, générateur de la crise.

Les commentateurs voient déjà là une différence avec les crises précédentes pour les assureurs car les pertes actuelles sont déconnectées d'un acte répréhensible individuel ou collectif. Cela explique d'ailleurs la recherche par la SEC de l'existence d'actes de fraude ou de désinformation qui, en revanche, constitueraient des faits matériels plus clairs à appréhender par les assureurs. C'est pourquoi les

réclamations actuelles sont fondées, d'une part, sur l'existence ou non d'une information adéquate des actionnaires et, d'autre part, sur l'existence d'une information claire et respectueuse des droits des clients. D'ailleurs, les questions de couverture qui se poseront aux assureurs le seront dans le cadre de l'analyse spécifique de chaque réclamation, et non sur le fondement de pratiques prohibées et généralisées dans le domaine financier.

En février 2008, on compte aux États-Unis entre 191 et 278 réclamations liées à la crise des « *subprimes* » – et on assiste à un triplement du nombre des réclamations en janvier 2008 par rapport au mois précédent. Les réclamations émanent d'investisseurs, de parties au contrat ou de clients.

---

## Fondement des réclamations et enjeux de couverture

---

**D**ans la mesure où les responsabilités engagées envers chacune de ces catégories peuvent être qualifiées de professionnelles (par opposition à contractuelle), elles peuvent être prises en compte soit par l'assurance de la responsabilité des dirigeants, soit par la responsabilité civile professionnelle des institutions financières et des courtiers financiers.

On rappellera ici que l'assurance responsabilité civile des dirigeants couvre leur responsabilité personnelle vis-à-vis de tiers actionnaires, pour leur compte ou pour celui de l'entreprise, créanciers, employés...

L'étendue et le caractère civil ou pénal de cette responsabilité – de même que si l'entreprise est cotée en bourse ou non – sont plus ou moins importants selon les juridictions. Il convient, à cet égard, de noter qu'une société et ses dirigeants peuvent être soumis dans leurs rapports avec les actionnaires au Droit de leur siège social, comme à la loi du lieu de cotation.

La mise en cause de la responsabilité personnelle des dirigeants des institutions financières provient d'actionnaires (par le biais aux États-Unis de « *class*

actions ») et intervient sur le fondement d'un manquement aux obligations (*fiduciary duties*), de la violation de lois fédérales ou de lois boursières ; elle porte sur la manière de traiter les risques liés aux prêts « *subprimes* » et surtout sur l'information donnée aux actionnaires (aujourd'hui plus de 70 % des réclamations à forte sévérité potentielle).

L'évaluation de la sinistralité RC (responsabilité civile) des dirigeants liée aux « *class actions* » tient compte de la moyenne du montant des transactions (ventes et achats d'actions), en fonction de la variation de la capitalisation boursière pendant la période incriminée.

Elle est pondérée par la variation de la capitalisation directement liée aux « *subprimes* ».

Elle intègre la rétention des institutions financières et du montant moyen des garanties achetées par celles-ci. Aux États-Unis, de nombreuses institutions financières n'ont couvert que les responsabilités personnelles directes des dirigeants, et non les cas où l'entreprise a une obligation d'indemnisation des dirigeants pour des dommages et intérêts qu'ils doivent personnellement verser pour le compte de l'entreprise. Ce facteur diminue partiellement les montants restant à la charge des assureurs.

Il est tenu compte également de prévisions de coûts de frais de défense et de la probabilité de la certification des classes d'actionnaires dont on estime qu'elle sera inférieure à d'autres types de « *class actions* ». En effet, les actions de groupes aux États-Unis doivent être agréées avant d'être admises à ester en justice. Le réclamant doit prouver que sa perte est similaire aux autres pertes de sa classe et qu'il est suffisamment représentatif de la classe pour pouvoir agir pour leur compte.

La deuxième catégorie de réclamations vient des clients, au sens large, qui arguent du manquement aux obligations d'information sur la nature des produits ou services vendus et les risques d'investissement afférents. Il s'agit là de la responsabilité professionnelle des opérateurs financiers ; son étendue varie selon la qualité « professionnelle » ou non des clients concernés.

Dans chaque cas de figure, la réclamation ne pourra être fondée sur la seule perte économique liée à la baisse du marché immobilier et la valeur des instruments adossés, mais devra reprendre des éléments objectifs attachés, d'une part, à la qualité de l'information, et, d'autre part, aux mesures de prévention de risques.

On peut distinguer trois catégories de réclamations.

Les réclamations liées à l'achat d'immobilier résidentiel adossé à un prêt « *subprime* » : ces réclamations émanent des clients emprunteurs, sur le fondement de la responsabilité civile professionnelle. Elles allèguent le manque d'information, mais aussi des pratiques discriminatoires (plus d'une quarantaine à ce jour sous forme ou non de « *class actions* »). Sur ce dernier point, on indique une surreprésentation des minorités dans les catégories socioprofessionnelles touchées par la crise. Les assureurs des emprunteurs réclament sur la foi d'informations fausses sur la qualité des emprunteurs, eux-mêmes, ou des biens sous-jacents. Enfin, les pratiques de vente des courtiers sont mises en cause.

Les réclamations adjointes au groupement, à la titrisation de ces prêts et leur *rating*, c'est-à-dire à la création des instruments financiers : celles-ci concernent, au-delà des institutions financières, les agences de *rating*, les sociétés de titrisation, les offreurs d'obligations...

Les réclamations concernant la vente des instruments financiers adjoints aux prêts « *subprimes* » : elles intéressent les conseillers financiers, mais aussi les entreprises ayant une part substantielle de ces instruments dans leur capital.

On mentionnera également plus d'une cinquantaine d'investigations des autorités réglementaires et boursières aux États-Unis et en Europe.

Les problématiques de couverture du risque par les assureurs nécessitent de répondre préalablement aux questions suivantes :

- Selon les juridictions, quel était le degré de connaissance de l'assuré au regard des problèmes liés aux « *subprimes* » et quelle était la qualité de l'information

de souscription donnée par l'assureur ?

- Y a-t-il eu conduite frauduleuse ou acte intentionnel ?
- Quelle est la nature de la réparation recherchée par le réclamant ?
- Peut-il y avoir le paiement (aux États-Unis) de dommages et intérêts punitifs ?
- Les frais de défense engagés sont-ils liés ou non aux seuls frais encourus dans le cadre d'un sinistre couvert ?
- Quelle est l'analyse exacte des composantes de la perte financière subie par le réclamant (la seule perte liée à une variation du marché ne pouvant être prise en compte) ?
- Quelles réclamations feront l'objet d'une transaction amiable ?

## Évolution attendue de la sinistralité

L'impact de la sinistralité touchera directement, généralement, les assureurs d'institutions financières.

Les années de souscription majoritairement touchées seront 2007 et 2008, dans la mesure où les contrats d'assurance sont essentiellement des contrats dits en base réclamation. En l'occurrence, il faut retenir la date de la première réclamation pour déterminer l'assureur touché, et non la date du prêt ou d'achat de l'instrument financier.

La plupart des prêts « *subprimes* » ont leur origine en 2005 et 2006 : leur montant représentait alors jusqu'à 20 % des encours aux États-Unis. Dans la mesure où ces prêts devenaient à taux variable dans le temps, en 2007, on a compté que 32 % de ceux-ci avaient un risque de défaut aggravé. En 2008, encore 23 % doivent revenir à taux d'intérêt variable, et donc fragiliser la situation financière des emprunteurs.

La mise en place de mécanismes de refinancement et l'annonce d'un marché immobilier actif à la baisse, mais soutenu, peuvent ralentir le rythme des défaillances.

Toutefois, la liquidité des véhicules financiers créés à partir de ces prêts reste un point d'interrogation.

De surcroît, les obligations créées par les trusts contenant ces RMBS (*residential mortgage backed securities*) ont fortement augmenté.

Les CDO sont structurés en tranches :

- les AAA réassurés par des *monolines*, mais aussi par des banques et les assureurs ;
- les tranches mezzanines (AA à BB) ;
- et les tranches *equity* (sans *rating*).

Si l'on peut considérer un probable ralentissement des réclamations venant des clients, on envisage une aggravation croissante des réclamations émanant des actionnaires et des clients *corporate* de ces instruments financiers.

Si l'on devait assister aux défaillances d'autres catégories d'emprunteurs immobiliers, la sinistralité augmenterait encore davantage.

Par ailleurs, si la sinistralité pour les assureurs a d'abord été américaine, elle s'étendrait plus largement à travers le monde.

## Leçons et pistes de réflexion

A ce jour, du point de vue des couvertures d'assurance, seules celles accordées aux institutions financières sont concernées ; il s'agit là d'un marché proportionnellement restreint et donc peu susceptible, seul, de mettre en cause les grands équilibres.

Cependant, quelques sujets de réflexion s'imposent.

En collaboration avec les banquiers, les assureurs ont accompagné le travail sur la quantification et la réduction des risques dans le cadre de Bâle II. Dans la mesure où certains fondamentaux dans l'analyse des vulnérabilités vont sûrement être revus et que les exigences en fonds propres – et en particulier ceux consacrés à l'émission d'instruments financiers complexes – devraient augmenter, une nouvelle analyse du risque bancaire devra sans doute être menée. Si l'on devait s'orienter vers une réflexion fondée sur les activités des différents acteurs, et pas seulement par

typologie (banque de dépôt, banque d'investissement...), la souscription devrait s'affiner.

La souscription des risques des entreprises du capital-risque devra davantage encore analyser les effets de levier utilisés et la répartition de leur portefeuille. Récemment, avec des taux d'intérêt bas, ce secteur a pu maximiser le rendement par action de façon extrêmement profitable. Dans le futur, une attention particulière à la qualité de l'information sera accordée par les assureurs.

La jurisprudence sur la responsabilité du banquier devrait se renforcer et, ainsi, à la fois clarifier et améliorer le risque, donc réduire la fréquence. Néanmoins, les sinistres seront plus élevés en raison de la sévérité du juge et aussi de la possibilité de recourir aux actions de groupe qui se diffusent ces dernières années à travers l'Europe.

Des critères additionnels de gouvernance, tenant davantage compte de la typologie des actionnaires et augmentant les responsabilités vis-à-vis des parties prenantes (*stakeholder*), verront sans doute le jour. Les garanties de la responsabilité des dirigeants devront s'adapter.

#### Note

1. *Définition du dictionnaire Vernimmen* : Collateralised debt obligation - Titres de dettes émis par une structure ad hoc, souvent véhicule de titrisation, qui achète et détient des obligations émises par des entreprises ou des banques (on parle alors de Collateralised bond obligation) ou des prêts bancaires (on parle alors de Collateralised loan obligation). Les CDO permettent : de rendre liquides des titres que ne le sont pas spontanément ; aux banques de se refinancer auprès d'investisseurs qui souhaitent prendre un risque sur un portefeuille de dettes, risque qui peut être plus ou moins élevé selon

*la nature des dettes détenues par le véhicule et le rang de priorité plus ou moins élevé des dettes émises par le véhicule.*

#### Bibliographie

Advisen, « The subprime meltdown and D+O insurance : an Advisen briefing abstract », September 24<sup>th</sup>, 2007.

Advisen, « The crisis in the subprime Mortgage and Global Credit Markets : The impact on D+O and E+O insurers », Special report, February 11<sup>th</sup>, 2008.

Advisen, « The spill over effect : Will U.S. Style Lawsuits catch on in Europe ? », Asset Securitization Report, March 11<sup>th</sup>, 2008.

CARRICK JF Mc, « Subprime claims : D+O and E+O Liability and coverage implications », Advisen, 03 octobre, 2008.

DAMMANN Reinhard et PODEUR Gilles (White and Case), « La crise du subprime et la responsabilité bancaire », Blog Dalloz, 1<sup>er</sup> février, 2008.

FABRA Paul, « Une accablante faillite intellectuelle », *Les Échos*, 14 mars, 2008.

FABRA Paul, « Les manipulations du capital », *Les Échos*, 28 et 29 mars, 2008.

« Le Crédit responsable », Dossier, Contributions réunies et présentées par Xavier Lagarde, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 5, dossier 20, septembre, 2007.

National Underwriter P+C, « Analyst ups estimate of D+O/E+O Subprime impact to USD 8-9 Billions », January 28<sup>th</sup>, 2008.

« Securities Law 360 SEC to focus on Subprime issues » in Bailey Sommers February, 19<sup>th</sup>, 2008.