

Rapport de projet présenté devant un Jury de Soutenance

Expert ERM

Expert(e) Management des Risques Financiers et Assurantiels

Le 14/11/2024

Par :

Titre : Démarche ERM pour le pilotage des contrats épargne dans le contexte d'une remontée brutale et durable des taux : quel cadre de prise de risque pour quelle stratégie ?

Confidentialité : NON OUI (Durée : 1an 2 ans)

La durée de confidentialité expire au 31 décembre N+1 (1 an) ou N+2 (2 ans)

Les stagiaires s'engagent à ce que les données de l'Entreprise présentées dans le cadre des travaux de la formation (rapport de projet & présentation) respectent les règles relatives à la protection des données à caractère personnel conformément aux dispositions de la Loi informatique et Liberté n°78-17 du 6 janvier 1978 modifiée par la Loi du 6 août 2004 ainsi que par la loi n° 2018-493 du 20 juin 2018 (RGPD)

Membres présents du jury :

Michel PIERMAY

Stéphane LOISEL

Nathalie GASTE

Jean-Christophe MERER

Par ma signature j'autorise la publication sur un site de diffusion de documents actuariels du rapport de projet

(après expiration de l'éventuel délai de confidentialité)

Nom : GHARBI

Prénom : Cyrine

Signature du stagiaire



Si binôme :

Nom : RAHMANI

Prénom : Fadwa

Signature du stagiaire



Table des matières

Remerciements	3
Introduction : l'assurance vie, le moyen d'épargne préféré des Français	4
I. Présentation de l'acteur étudié, stratégie et définition des objectifs	5
A. Rappel du contexte économique	5
B. Présentation de l'assureur étudié.....	6
1. Business Modèle, profil de risque et gouvernance	6
2. Objectifs stratégiques et Risk Appetite Statement.....	8
II. Une démarche ERM pour une stratégie dans un nouveau contexte économique	9
A. Identification des risques pesant sur le portefeuille (<i>stock et affaires nouvelles</i>) ..	9
B. Mesure et analyse des risques via une approche par scénario	11
C. Cartographie des risques bruts pesant sur le portefeuille	15
D. Gestion des risques critiques identifiés et cartographie nette de mesures d'atténuation.....	16
E. Suivi des KRI et KPI en cohérence avec l'appétence aux risques	22
F. Gouvernance et culture	24
Conclusion	25
Annexes	26
Bibliographie.....	28

Remerciements

Nous souhaitons exprimer notre profonde gratitude et nos sincères remerciements à nos directeurs scientifiques de mémoire, Arnaud LACOUME et Etienne VARLOOT, pour la richesse de nos échanges et pour leurs conseils avisés d'experts.

Nos remerciements s'adressent également à nos entreprises respectives, le cabinet Asigma et la compagnie CNP Assurances, qui ont soutenu notre parcours en nous permettant de suivre cette formation, nous encourageant et nous appuyant tout au long de cette année. Nous tenons aussi à remercier nos collègues, dont le soutien et les échanges nous ont permis d'aboutir dans notre démarche ERM présentée ici.

Enfin, un grand merci à l'ensemble des intervenants de la formation Expert ERM, tant les formateurs que le personnel administratif.

Introduction : l'assurance vie, le moyen d'épargne préféré des Français

L'assurance-vie est le premier moyen d'épargne en France. En effet selon France Assureur, fédération réunissant des entreprises d'assurance, les cotisations en assurance vie enregistrent un niveau record pour un mois de mars 2024, à 15,7 milliards d'euros, en hausse de +1,0 milliard d'euros par rapport à mars 2023.

La collecte nette est par conséquent positive de +3,5 milliards d'euros sur le mois, aboutissant à un encours record de 1 965 milliards d'euros à fin mars 2024¹.

Historiquement, les contrats d'épargne euro sont les plus appréciés par les ménages français aux vues des nombreux avantages. En effet, un fonds en euros, défini comme un type de placement financier proposé dans le cadre de contrats d'assurance-vie, est principalement investi dans des obligations d'État ou d'entreprises. La garantie offerte par l'assureur permet de ne pas perdre le capital investi, accompagnée d'une rémunération annuelle qui peut varier en fonction des résultats de l'assureur et de l'environnement économique.

Le fonds en euros représente ainsi 78% des encours de l'assurance-vie, soit 1 388 milliards d'euros, sur un total de 1 923 milliards². Ces contrats permettent aux assurés :

- Un placement stable et sécurisé : dans un contexte économique incertain, la garantie du capital offerte par les fonds en euros est un atout majeur pour les épargnants.
- Une garantie partielle ou intégrale du capital investi par l'assureur.
- Un taux minimum de rendement garanti (TMG).
- Une possibilité de retrait partiel ou intégral sans risque de perte en capital.
- Des intérêts qui sont versés sur le capital (effet cliquet).
- Une facilité d'accès et de gestion : Accessibles via des contrats d'assurance-vie, ils conviennent à tous types d'épargnants, novices ou expérimentés.
- Une fiscalité avantageuse après 8 ans de souscription mais aussi avant ces 8 ans dans certaines situations exceptionnelles (licenciement, décès du conjoint, surendettement, etc.).

Les rendements historiques des fonds en euros ont longtemps été appréciés par les Français.

Cependant, en 25 ans d'historique, ceux-ci n'ont fait que baisser. En cause, la baisse des taux obligataires, sur lesquels sont majoritairement investis ses capitaux. En effet, durant ces dernières années le marché de l'assurance vie a vécu une baisse des taux d'intérêts atteignant même des niveaux extrêmement bas, voire négatifs sur les taux de courtes maturités.

Cette période prolongée de baisse des taux a réduit progressivement les rendements financiers des fonds. En effet, un environnement de taux d'intérêt bas persistant met sous pression la rentabilité et plus généralement le business model du secteur de l'assurance.

Néanmoins, l'année 2022 a vu un changement de paradigme avec la remontée des taux obligataires et le retour de l'inflation.

¹ Site France Assureurs : Assurance vie : tous les signaux sont au vert

² Article Les Echos publié le 1 mars 2024

I. Présentation de l'acteur étudié, stratégie et définition des objectifs

A. Rappel du contexte économique

Dans un contexte de forte inflation, la Banque centrale européenne (BCE) a considérablement augmenté ses taux directeurs en 2022, en particulier son taux de référence, également appelé taux de refinancement. En seulement quatorze mois, ce taux est passé de 0 % à 4,5 %. Il s'agit d'une hausse sans précédent, nous ramenant au niveau de taux avant 2011.

Après une période prolongée de taux bas, cette situation d'augmentation soudaine des taux est de ce fait inédite.

1. Rappel du contexte précédent de baisse des taux

Le succès des fonds en euros a été soutenu par la baisse continue des taux pendant plus d'une décennie. Cet enthousiasme a suscité un surcroît de rendement à ce type de contrat en raison du stock obligataire détenu en portefeuille : Les obligations étant investies dans le passé, cet effet différé a permis via une comptabilité lissée et un coût historique, de disposer d'une performance supérieure au rendement spot (e.g. OAT), bien que ce rendement n'ait fait que baisser au fur et à mesure des années du fait du maintien des taux bas.

Néanmoins, en contexte de taux bas voire négatifs, les taux minimums garantis des fonds en euros devenaient très contraints et difficilement maintenables. En effet, plus les rendements des fonds en euros diminuaient, plus les assureurs se retrouvaient dans une situation critique.

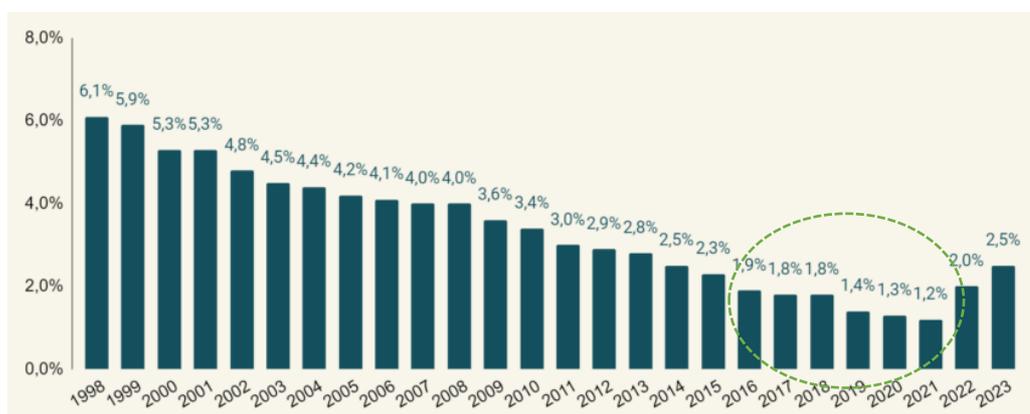


Figure 1 : Evolution moyenne du rendement des fonds en euros en France de 2001 à 2019

Aussi, dans un tel contexte de baisse des rendements financiers, les assureurs rencontraient des difficultés à prélever leurs chargements de gestion, réduisant ainsi leur marge administrative.

Par ailleurs, les plus-values latentes immobilières (et dans une moindre mesure, les plus-values latentes sur les actions) provenant de la bonne qualité des placements réalisés ont constitué une autre ressource pour améliorer le rendement financier.

2. Remontée vive des taux : concurrence et menaces sur les supports euros proposés par les acteurs historiques

Depuis le début de l'année 2022, une forte inflation s'est installée dans la zone euro. Cela est dû à la croissance des prix de l'énergie consécutive notamment à la guerre en Ukraine. Les taux d'intérêt sur le marché ont ainsi brutalement augmenté et les rendements des obligations ont également progressé, s'éloignant des niveaux négatifs. Pour rappel, l'objectif de la Banque Centrale Européenne (BCE) est de maintenir le taux d'inflation dans la zone euro autour de 2 %. Or, ce taux avait dépassé les 9 % en 2022. Pour contrôler l'inflation, la BCE a donc relevé ses taux

directeurs. La France sort ainsi du contexte de taux bas qui prévalait depuis de nombreuses années.

Cette situation de hausse soudaine après une période prolongée de taux bas a conduit à une inversion de la courbe des taux avec des taux courts supérieurs aux taux longs. De plus, les portefeuilles obligataires des assureurs étant composés essentiellement de titres achetés en période de taux bas, cela a conduit à une inertie des taux de rendement des fonds en euros et des taux servis peu attractifs.

Par conséquent, une solide concurrence des produits aux caractéristiques similaires mais répliquant rapidement les effets de la hausse des taux est apparue :

- Produits court terme tels que le Livret A, le LDDS ou les dépôts à terme pour les clientèles patrimoniale.
- Produits long terme tels que les Unités de Compte (e.g. produits structurés, fonds obligataires, etc.), les nouveaux fonds en euros ou le retour au produit eurocroissance.

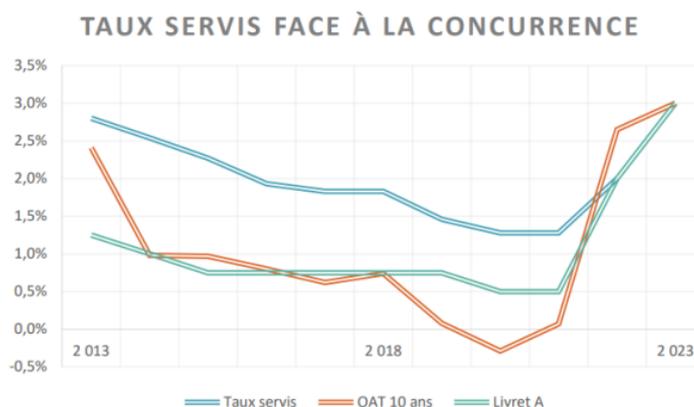


Figure 2 : Rendements Livret A vs. Fonds en euros de 2013 à 2023

La situation actuelle conduit ainsi à des opportunités concernant les UC et par conséquent à une accentuation du risque de sortie du fonds en euros par rachat ou par arbitrage. En effet, la hausse des taux peut entraîner des besoins de liquidité de la part des clients conduisant ainsi à une hausse du risque de rachat.

En tenant compte de ce contexte, l'assureur doit de ce fait revoir et analyser son niveau de risque et réagir en fonction de son appétence, en ajustant sa stratégie tout en identifiant et maîtrisant les nouveaux risques qui découlent de ses décisions.

B. Présentation de l'assureur étudié

Dans un contexte ultra-concurrentiel et de hausse brutale et durable des taux, notre acteur EUROASS est un organisme d'assurance vie disposant d'un portefeuille solide en épargne euros/UC (euros majoritaires à 80%), reposant sur un modèle multi partenarial avec des bancassureurs français.

Le but de ce projet est de répondre à la problématique suivante :

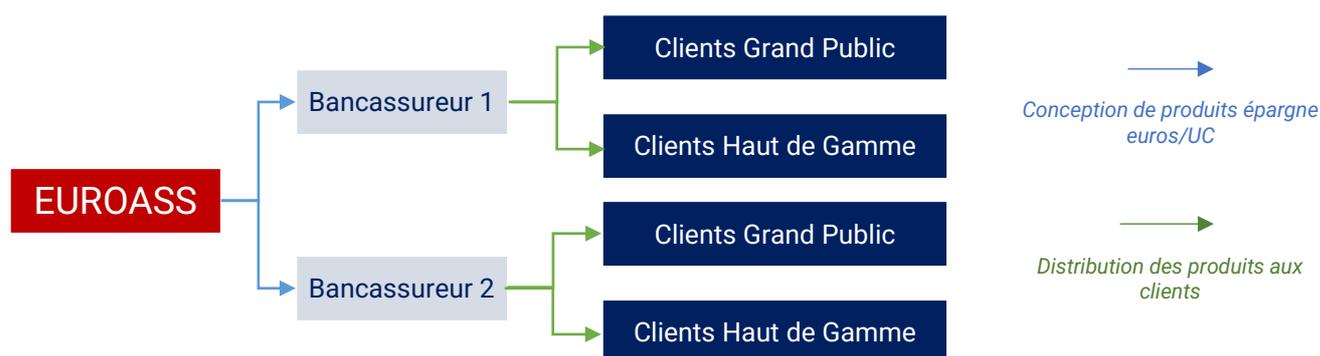
Comment notre acteur peut dynamiser son approche ERM afin de tirer profit de ce nouveau contexte et ainsi atteindre ses objectifs stratégiques ?

1. Business Modèle, profil de risque et gouvernance

a. Business Modèle

Le modèle d'affaires de notre acteur repose sur des partenariats de long terme avec des acteurs historiques bancaires majeurs.

Une alliance d'expertise en assurance et de proximité avec le client :



EUROASS développe son offre avec chaque partenaire pour prendre en compte les caractéristiques de sa clientèle en termes d'âge, d'approche des risques et de revenus. Son chiffre d'affaires à fin 2023 en norme française par segment d'activité se décompose de la manière suivante :

(En millions d'euros)	2023
Vie	7 004
Assurance avec participation aux bénéfices	3 637
Assurance indexée et en unités de compte	2 580
Autre assurance vie	788
Non vie	413
TOTAL	7 417

b. Profil de risques

Le profil de risques de notre assureur se caractérise par la prédominance des risques de marché (43 % du SCR).

L'acteur est particulièrement sensible aux risques liés aux évolutions des taux d'intérêts et au risque de rachat, ainsi qu'à la valeur des actions sur les marchés boursiers.

La structure du portefeuille à fin 2023, réalisée à partir des encours de gestion en valeur boursière est la suivante :

Valeur boursière (en %)	2023
TAUX	65%
dont monétaires et dérivés	10%
DIVERSIFICATION	20%
dont Actions / Actions Protégées	9%
dont instruments non-côtés	11%
UNITES DE COMPTE	15%
TOTAL	100%

Ci-dessous la richesse de notre acteur au 31/12/2023 :

Valeur (en M€)	2023
PPE	5 576
RC	903
Richesse PMVL et PPE	11,5%*

*(PMVL+PPE) / Encours

Les provisions techniques au 31 décembre 2023 en épargne s'élèvent à 107 Md€ (sur un total de provisions techniques de 116 Md€). Le résultat net au 31/12/2023 est de 530M€ (French GAAP).

c. Système de gouvernance

Les instances de gouvernance d'EUROASS sont formées du conseil d'administration qui détermine les orientations de la société et veille à sa mise en œuvre, de la direction générale et du comité exécutif qui associe le directeur général, le directeur général adjoint et d'une dizaine de cadres dirigeants.

Les responsables des quatre fonctions clés (gestion des risques, conformité, actuariat et audit interne) sont rattachés à la direction générale.

EUROASS s'inscrit ainsi dans une démarche d'amélioration continue de son dispositif d'ensemble de gestion des risques et de contrôle interne, en coopération avec ses réseaux partenaires avec ainsi un dispositif adapté à son modèle d'affaires.

2. Objectifs stratégiques et Risk Appetite Statement

a. Objectifs stratégiques

EUROASS porte une ambition de développement, à savoir : devenir un assureur responsable avec ses multiples partenaires, au service du client et du progrès de la société dans son ensemble.

Pour soutenir cette ambition, le développement du portefeuille d'activité de notre acteur repose sur trois piliers :

1. Croissance et diversification : mise à profit de la force de ses partenariats pour redynamiser la collecte, augmenter la part UC de son portefeuille et élargir la part de la clientèle Haut de Gamme.
2. Adaptation du modèle d'épargne au contexte de taux et aux enjeux de durabilité.
3. Digitalisation du portefeuille en visant des populations plus jeunes et élargir les canaux de distribution.

b. Risk Appetite Statement

La déclaration d'appétence aux risques (RAS) de notre assureur s'appuie sur les risques auxquels il est exposé en raison de son activité, de ses choix de développement et des évolutions anticipées à la fois sur les aspects économiques, législatifs et sociaux.

L'identification et la cotation des risques auxquels notre acteur est exposé se fait via la cartographie des risques revue à fréquence annuelle.

L'appétit aux risques d'EUROASS est défini par les seuils d'alerte et/ou les limites mis en place pour chaque indicateur, ceci sur la base de l'appétence défini par le conseil d'administration, de l'appréciation quantitative et qualitative du profil de risque et de la déformation du ratio de solvabilité observé au travers d'un panel de sensibilités sur les risques majeurs du profil d'EUROASS :

Type de risque	Indicateur de suivi de risque	Limite	Seuil d'alerte
Transverse	Solvabilité du groupe - pilier 1	< 110% (évaluation réglementaire)	< 150 %
	Solvabilité vision ORSA	< 110% (évaluation ORSA)	< 120%
	Taux composite (collecte nette € / Encours)	< -10%	< -5%
Risques de marché & Gestion Actif Passif	Taux de rendement obligataire moyen des investissements à taux fixe	< 1,3%	< 1,4%
	Gap de sensibilité actif/passif FP S2	[< -2,6 ; > 2,6]	[< -1,3 ; > 1,3]
	Sensibilité de taux des FP S2 (Md€)		<-3Md€
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la hausse et baisse des taux (+/-50bps)	< -20%	< -10%
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la baisse des actions (-25%)	< -30%	< -25%
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la hausse du spread (+50bps)	< -20%	< -15%
Risque de liquidité	Ratio de liquidité des portefeuilles assurés	< 125%	n/a
	Liquidité du compte propre	< 1,0 Md€	n/a
Risque stratégique et business	Taux de rachat observé épargne	n/a	[< 2,5 % ; > 4 %]
	Réalisation de l'objectif de collecte brute Epargne	n/a	< 85%

N.B. : il ne s'agit pas d'une liste exhaustive des indicateurs du RAS mais uniquement des principaux de niveau 1.

Dans le cadre de notre analyse, et à l'issue des conclusions obtenues dans la seconde partie visant à adapter notre démarche ERM au contexte de hausse des taux, nous challengerons ces indicateurs ainsi que les seuils d'alerte et limite.

II. Une démarche ERM pour une stratégie dans un nouveau contexte économique

A. Identification des risques pesant sur le portefeuille (*stock et affaires nouvelles*)

Nous avons souhaité identifier et évaluer la criticité des risques pour notre acteur EUROASS dans le contexte de hausse des taux, avant la mise en place des solutions d'atténuation.

La cartographie constitue un point de départ pour les processus transverses de pilotage des risques, notamment la définition de l'appétit aux risques et sa déclinaison opérationnelle (enrichissement du Risk Appetite Statement et Risk Appetite Dashboard), la réalisation des travaux ORSA, l'accompagnement du suivi des risques (comités des engagements).

a. Risques stratégiques et business

EUROASS s'expose au risque stratégique entraînant potentiellement une incertitude autour de la pérennité de son activité. En conséquence, les principales catégories suivantes se présentent dans ce contexte de hausse des taux :

- **Stratégie financière** : En effet, bien que l'augmentation des rendements des actifs obligataires puisse contribuer à renforcer la solvabilité de notre acteur et à améliorer la performance des portefeuilles, elle représente toutefois un défi pour EUROASS. **Ce défi consiste à revoir l'optimisation de sa politique de participation aux bénéficiaires pour les fonds en euro afin de s'adapter à l'évolution des taux de marché.**
- **Stratégie commerciale et risque lié aux partenariats** : La remontée brutale et durable des taux accentuée par un phénomène médiatique peut engendrer le risque de ralentissement des souscriptions sur les contrats en euro. En effet, les assurés seront

amenés à s'orienter vers d'autres produits plus attractifs tels que les livrets bancaires notamment le livret A. Par conséquent, notre acteur se verrait dans l'obligation de revoir sa stratégie commerciale avec ses partenaires visant à développer de nouvelles offres afin de répondre aux menaces et gagner des parts de marché. De plus, au-delà de la distribution par son actionnaire, le système de distribution de notre acteur reposant essentiellement sur les accords conclus, la perte ou bien la baisse d'activité avec un partenaire, particulièrement accentué pendant le contexte macro-économique concurrentiel actuel, aurait un impact non négligeable sur les revenus. La préservation du modèle multi-partenarial est un axe constant d'EUROASS.

- **Risque d'entrée de nouveaux acteurs** : Il s'agit de l'arrivée potentielle de nouveaux acteurs sur le marché, notamment les entreprises technologiques spécialisées dans l'assurance, les "Insurtechs". En effet, dans ce contexte de taux élevés, ces nouveaux entrants pourraient proposer des taux d'intérêt très compétitifs couplés à des frais réduits, sans la contrainte de gérer des problématiques de moins-values latentes et de rachats massifs. Cela pourrait leur conférer un avantage concurrentiel et faciliter leur entrée sur le marché.

En résumé, dans un contexte de hausse des taux, le risque stratégique et de business auquel s'expose notre acteur réside dans la nécessité de s'adapter rapidement aux nouvelles conditions de marché, de revoir sa stratégie d'investissement et de croissance, et de gérer les implications financières de cette évolution pour assurer la pérennité et le succès avec les partenaires.

b. Risque de rachat

Dans un environnement financier marqué par une hausse brutale et durable des taux, notre acteur est confronté à un risque majeur de déclenchement des rachats massifs si le taux servi est inférieur aux taux de marché. Ceci s'explique principalement par la combinaison de deux phénomènes :

- **Une baisse des marges futures** en raison du manque à gagner suite au départ des assurés : En effet, la hausse des taux conduit à une amélioration des marges futures en lien avec des placements obligataires plus rémunérateurs. Par conséquent, le manque à gagner sera plus important en raison d'un effet volume impacté par la proportion des assurés pouvant racheter leur contrat sans perte de leurs avantages fiscaux. Pour rappel, l'assurance vie est une enveloppe fiscale dont l'attractivité s'accroît avec l'ancienneté du contrat. Cependant, au-delà de 8 ans, les assurés bénéficient de l'avantage maximum et peuvent ainsi être davantage incités à racheter leur contrat.
- **Une réalisation des moins-values latentes** sur la poche obligataire en raison du besoin de liquidité en cas de rachats. En effet, une hausse soudaine des taux accentue la dégradation des plus-values latentes des titres acquis au cours des dernières décennies, marquées par une baisse continue des taux, plaçant ainsi ces actifs en situation de moins-value latente. Par ailleurs, le rendement des contrats en euros sera très affaibli comparé aux autres placements financiers tels que le livret A, ou les produits des nouveaux acteurs du marché. Ainsi, cette baisse de rendement, couplée à l'option de rachat automatique présente dans la majorité des contrats en euros sur le marché français, et à l'attractivité de certains produits plus rémunérateurs, pourrait encourager les assurés à retirer leur épargne, à moins que la fiscalité avantageuse de leur contrat ne les en dissuade. EUROASS est donc confronté à un risque de rachat massif, ce qui l'obligerait à vendre des actifs obligataires en moins-value. Il est crucial de souligner que les moins-values réalisées par les assureurs en cas de rachats massifs seront importantes, en raison de la longue période de taux bas qui a précédé.

De ce fait, la combinaison de ces deux effets conduit aujourd'hui à une plus importante exposition au risque de rachat.

c. Risque de liquidité

Ce risque est étroitement lié à l'activité fondamentale de notre acteur ainsi qu'à son contexte économique et concurrentiel environnant.

Pour les fonds en euros dans le périmètre de l'épargne, le risque de liquidité se traduit par l'insuffisance de trésorerie disponible pour honorer les engagements contractuels de notre acteur envers ses assurés ou ses partenaires commerciaux. Cela englobe notamment une augmentation significative des rachats ou des prestations sur une période limitée, pouvant survenir dans des conditions économiques difficiles, en l'occurrence une hausse des taux brutale et durable.

Dans le contexte de hausse des taux, les conditions autour de la liquidité se dégradent selon le double effet **Risque de marché (taux)** et **Risque technique (rachat)**. **Une insuffisance de liquidité conduirait à la réalisation de moins-values latentes obligataires.**

En résumé, le risque de liquidité peut être exacerbé, ce qui souligne l'importance de gérer attentivement la liquidité et de maintenir des niveaux adéquats pour faire face à d'éventuels défis si la hausse des taux perdure.

d. Risque de Marché

Risque de taux d'intérêt et de spread : Notre acteur est exposé à la hausse des taux. En effet, si les taux continuent à augmenter et les spreads à s'écarter ceci engendrera par conséquent une explosion du risque de rachat, ce qui poserait un risque de valorisation avec la réalisation de moins-values latentes.

Risque actions : Les fonds propres de notre acteur sont particulièrement sensibles et volatiles à la variation des actions, constituant la partie majeure de la poche de diversification.

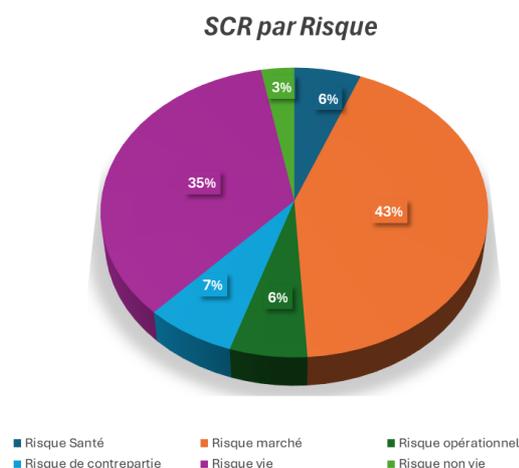
e. Risque ESG

La taxonomie est affinée depuis 2023, et les risques sur les investissements de notre acteur est à étudier. De plus, en ce contexte de hausse des taux, le marché des Green Bonds connaît un vrai essor. En effet, l'offre a connu une forte croissance ces dernières années et en janvier dernier le Trésor Public a levé 8Mds d'euros pour sa dernière OAT verte à échéance 2049. Néanmoins sur les émetteurs privés, le marché est entaché d'une réputation de « greenwashing³ ».

B. Mesure et analyse des risques via une approche par scénario

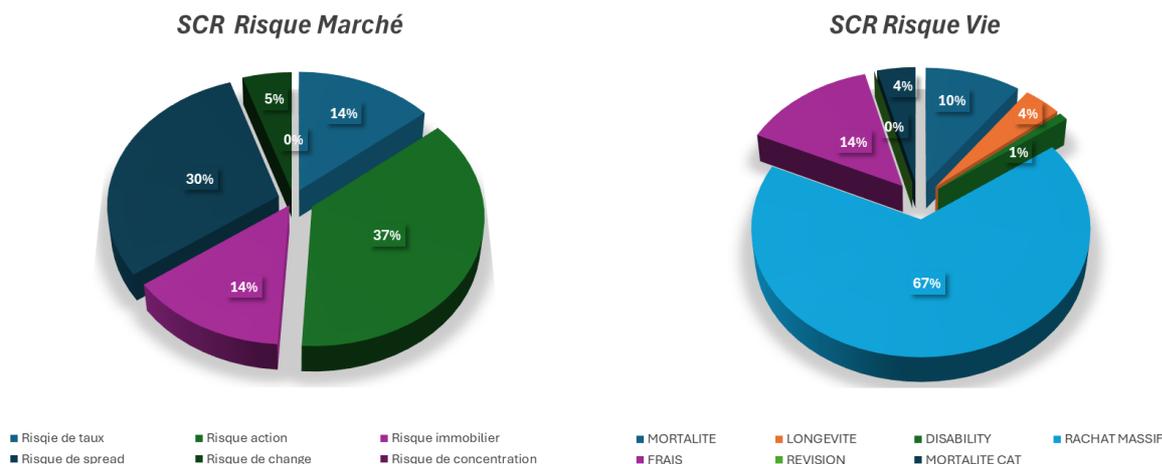
Notre acteur EUROASS dispose d'un ratio de solvabilité au 31/12/2023 de 244%.

La répartition de ses SCR par risque est la suivante :



³ « Le greenwashing, ou écoblanchiment, est un procédé de marketing ou de relations publiques utilisé par une organisation pour se donner une image trompeuse de responsabilité écologique ». Wikipédia

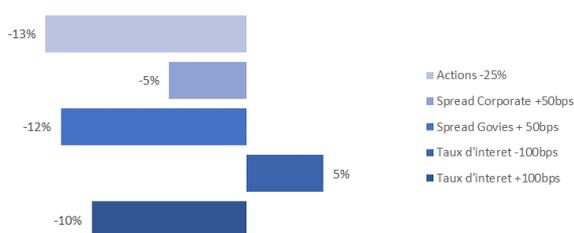
Zoom sur le risque marché et le risque vie



Les risques dominants sont les risques de marché (taux, spread et action) et de rachat massif en vie, en cohérence avec l'activité de notre acteur EUROASS drivée par l'épargne euro/UC.

Afin d'évaluer les risques auxquels EUROASS est exposé, nous avons réalisé des tests de sensibilité en vision standalone au 31/12/2023 pour les risques financiers confirmant l'exposition d'EUROASS au risque de taux, spread et actions :

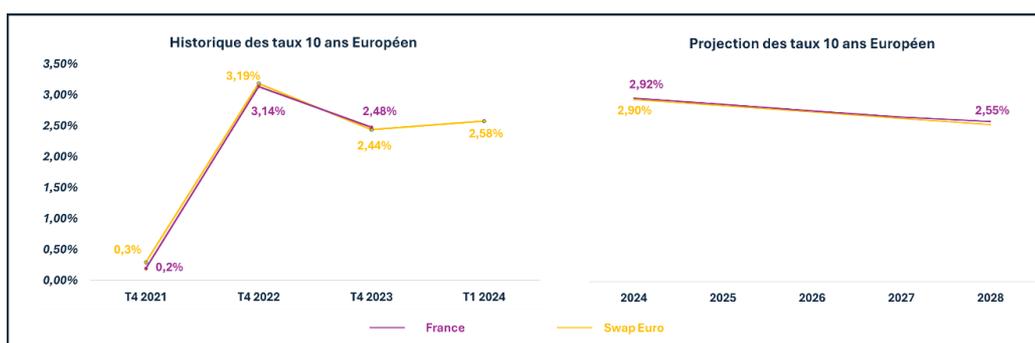
Tests de sensibilité du ratio S2



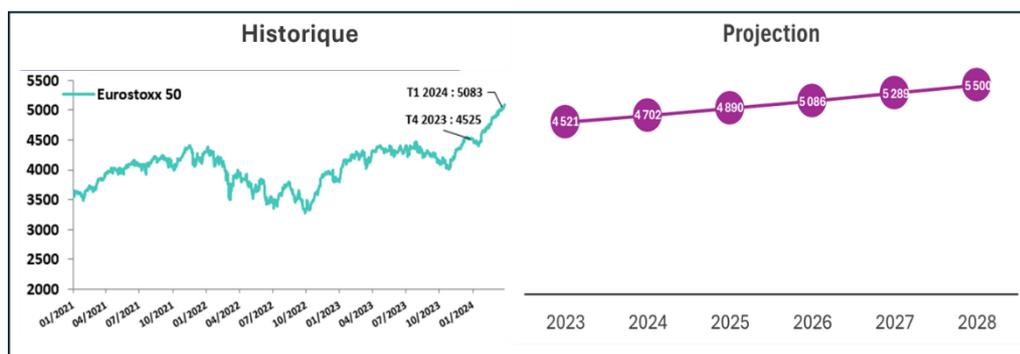
La poursuite de la hausse des taux entrainera une baisse de -10% sur le ratio de couverture de notre acteur. Aussi, l'écartement de spread coutera -12% sur le ratio de solvabilité du fait qu'EUROASS dispose d'une poche d'obligations souveraines importante. Une baisse des marchés actions de -25% fera perdre à EUROASS 13 points de ratio de solvabilité.

Afin d'avoir une vision stratégique et adapter notre démarche ERM, nous avons également étudié la solvabilité prospective de notre acteur en déclinant dans un premier temps sa stratégie en vision central. Pour se faire, nous avons pris des hypothèses de taux, d'action et du taux global de revalorisation suivants :

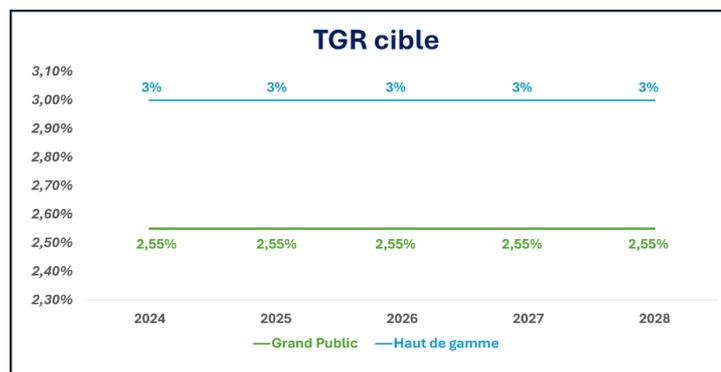
- **Hypothèses taux** : Nous nous sommes basés sur les prévisions des macro-économistes anticipant une inflation maîtrisée et une baisse progressive des taux sur les années à venir :



- **Hypothèses action** : en cohérence avec les prévisions des macro-économistes dans le cadre d'un scénario central moyen, nous avons retenu une hypothèse de croissance de la bourse de 4% par an :



- **Taux servi** : en vue de la stratégie d'EUROASS souhaitant renforcer son positionnement sur le marché de l'épargne et particulièrement sur le haut de gamme, il a été considéré en vision prospective les Taux Globaux de Revalorisation suivants :



En raison de notre analyse comportementale de nos différents portefeuilles, nous avons décidé de favoriser la population Haut de gamme par rapport au grand public en termes de TGR du fait de leur sensibilité à la hausse des taux bien plus importante. Ceci nous permettra de maîtriser notre taux de rachat du portefeuille et de rester compétitif pour cette gamme de produit.

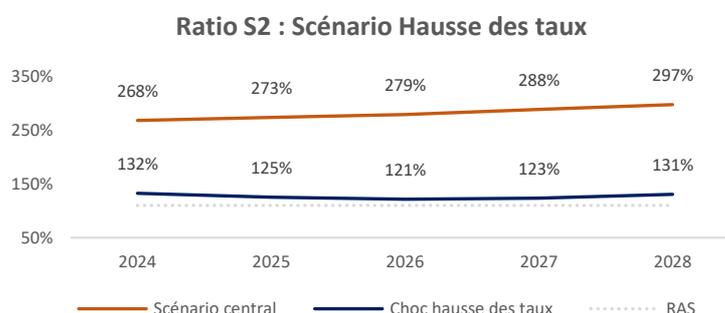
Dans une optique de s'assurer de la robustesse de notre scénario central prospectif, plus précisément en situation où les taux continuent d'augmenter, nous avons réalisé des tests de sensibilités instantanées, financières et techniques à la fois. Cela permet de nous assurer de la résilience du business plan à chaque année de projection et donc de la solidité la stratégie de notre acteur.

Ci-dessous les principaux stress financiers appliqués sur le BP :

	Niveau de chocs financiers	Niveau au 31/12/2023
	<i>Hausse des taux</i>	
Taux swap euro 10 ans	4,5%	2,49 %
OAT 10 ans	4,8%	2,56%
Indice Action (Eurostoxx)	3000	4521

A cela nous avons ajouté un **stress technique de rachat massif égal à 20% des PM épargne.** Il s'agit d'un choc moyen, calibré par année d'ancienneté, tranche d'encours et type de PM.

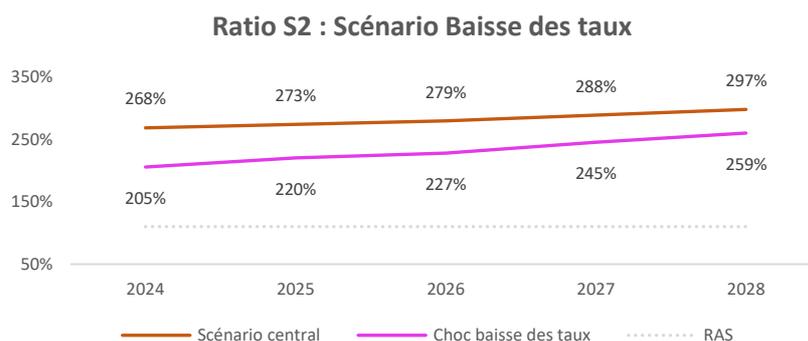
Le graphique ci-dessous présente les situations de couverture des exigences réglementaires obtenus dans les scénarios de stress, projetées sur 5 ans de EUROASS :



La trajectoire croissante du scénario central s'explique principalement par le niveau de taux qui baisse progressivement ainsi qu'une hausse du marché des actions. Les fonds propres augmentent également du résultat cumulé d'une année à l'autre.

L'exposition à la hausse des taux reste élevée sur tout l'horizon de notre Business Plan entraînant une perte conséquente de la solvabilité. Le ratio de couverture dans ce scénario se dégrade particulièrement entre 2024 et 2026 du fait de l'arrivée à échéance des produits de couverture entre 2025 et 2026 sur le périmètre Epargne. En effet, lors des années marquées par la baisse considérable des taux, EUROASS a acheté des produits de couverture pour se prémunir contre la hausse des taux. Puis, la relation obligatoire sur ce même périmètre joue progressivement et de manière plus matérielle à partir de 2027.

Dans une conjoncture économique instable avec des effets contracycliques, nous avons également souhaité tester la robustesse de notre stratégie face à une éventuelle baisse conséquente des taux. Pour ce faire nous avons décidé d'envisager une situation extrême en réalisant une sensibilité complémentaire avec les mêmes hypothèses présentées dans le cadre du scénario hausse des taux ci-dessus mais avec une courbe des **taux swap à 0,5%** :



Le ratio de solvabilité se dégrade par rapport au scénario central en raison du choc sur les actions, malgré l'effet positif de la baisse des taux sur les plus-values latentes du portefeuille et sur le SCR rachat massif. Cependant, l'exposition à la baisse des taux continue de diminuer considérablement sur l'horizon de projection, grâce aux taux de réinvestissements obligataires avant choc plus élevés ainsi qu'aux actions mises en œuvre pour augmenter la part des unités de compte dans le portefeuille.

Dimension liquidité :

Dans le cadre d'une hausse des taux durable, notre acteur EUROASS peut théoriquement s'exposer à un risque de liquidité en vue de son portefeuille composé majoritairement de fonds en euros. De ce fait, nous avons défini un ratio de liquidité interne sur les portefeuilles assurés, calculé en scénario de stress le long de la projection :

$$\text{Ratio de Liquidité EUROASS} = \frac{\text{Actifs Liquides}}{\text{Prestations stressées}}$$

Il en ressort que le ratio de liquidité en vision prospective stressée reste au-dessus du seuil de 125% défini dans notre RAS. Ce risque est ainsi évalué comme modéré du fait que notre acteur dispose suffisamment d'actifs liquides (OPCVM monétaires, Obligations < 1 an et Obligations souveraines > 1an, Actions cotées) lui permettant ainsi de faire face à une impasse de liquidité. Néanmoins, il est jugé nécessaire de suivre de prêt cet indicateur qui diminue toutefois en contexte de hausse des taux.

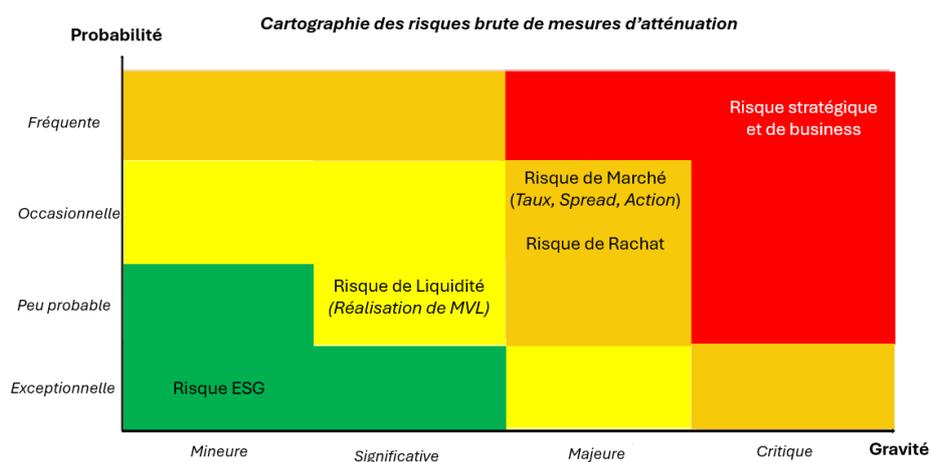
L'évaluation de nos scénarios (hausse des taux, baisse des taux, liquidité, rachat massif, risque stratégique, etc..) nous a permis de mettre en exergue les risques prédominants auxquels s'expose EUROASS dans un contexte de hausse des taux durable et qui peuvent mettre en difficultés l'atteinte de ses objectifs stratégiques. Par conséquent, nous avons pu mettre à jour la cartographie des risques en tenant compte des conclusions obtenues lors de cette évaluation quantitative.

C. Cartographie des risques bruts pesant sur le portefeuille

Après l'identification et la mesure des risques de notre acteur, nous les avons classés selon leur degré d'importance. Nous avons ainsi établi une cotation selon deux composantes : la probabilité de survenance du risque et la gravité de l'impact lorsqu'il survient.

Nous avons ainsi effectué une cotation qualitative et quantitative de chacun des risques identifiés selon ces deux axes. Pour mesurer la cotation quantitative déterminant le seuil de gravité, nous nous sommes appuyés sur l'approche par scénario décrite précédemment en identifiant l'impact sur le ratio S2. Toutefois, cette cotation n'est évidemment pas figée.

La cartographie des risques bruts obtenue en contexte de hausse des taux est la suivante :



Le risque stratégique et de business représente un risque majeur pour notre acteur du fait des impacts considérables qu'il peut engendrer. En effet, une perte de partenariat s'accroît dans le contexte de hausse des taux en raison d'un environnement concurrentiel accru. Aussi, notre acteur se voit obliger d'adapter sa politique de revalorisation afin de maintenir son attractivité sur le marché et pouvoir atteindre ses objectifs stratégiques de croissance. La fréquence a été jugée haute au regard du risque lié à l'atteinte des objectifs stratégiques de croissance fortement impactés par la volatilité des marchés ainsi que les taux servis par la concurrence.

Les sensibilités précédemment réalisées (standalone et en vision prospective), ont appuyé notre décision de classer **le risque de marché** comme risque majeur du fait de son coût en capital (SCR) et en résultat (PMVL et rendement). Quant à sa probabilité, nous avons décidé de la classer en occasionnelle en vue de la conjoncture économique instable ainsi que les événements géopolitiques actuels (élections en France et aux USA, les guerres en Europe et au moyen orient, le contexte sanitaire, etc..).

En ce qui concerne **le risque de rachat**, nous avons décidé de le subdiviser en probabilité occasionnelle après une analyse approfondie de notre portefeuille client, qui est majoritairement composé de la population « Grand Public », moins sensible à la hausse des taux. Néanmoins, il est crucial de surveiller les rachats, en particulier sur le portefeuille Haut de Gamme dont la population est plus réactive pouvant ainsi considérablement accroître notre exposition à ce risque si les taux continuent d'augmenter. Quant à la gravité, elle est majeure sur l'ensemble du portefeuille en termes de coût en capital et en résultat.

Le risque de liquidité a été classé en fréquence peu probable et en gravité significative puisqu'à date, EUROASS dispose d'un ratio de liquidité confortable en raison de sa détention d'actifs liquides suffisants pour faire face à une éventuelle impasse de liquidité.

Le risque ESG est identifié comme un risque mineur et exceptionnel en raison de la nature prudente et diversifiée des investissements de notre acteur, combinée à des exigences réglementaires et des stratégies ESG croissantes.

D. Gestion des risques critiques identifiés et cartographie nette de mesures d'atténuation

À l'issue des travaux de mise à jour de notre cartographie des risques, nous proposons dans cette section des leviers permettant l'atténuation et la maîtrise des risques identifiés tout en restant dans le cadre des objectifs stratégiques de notre acteur. Ces leviers auront principalement pour objectif d'optimiser la collecte, augmenter les taux servis et redéfinir le portefeuille.

1. Actions commerciales :

Nos actions commerciales ont pour but de relancer la collecte soit du fonds en euros soit via des solutions alternatives afin de poursuivre la réalisation d'investissements et améliorer le rendement de notre portefeuille :

a. Unités de compte et actifs verts

Afin de diversifier les risques liés au fonds en euros dans ce contexte de hausse des taux, EUROASS a souhaité renforcer l'offre d'unités de compte responsables, finançant la transition écologique (vertes) et solidaires. En effet, il existe plusieurs fonds labellisés verts, solidaires ou responsables sur le marché :

Fonds labellisés Green Fin : se présentant sous forme de Fonds à thématiques vert ou des Fonds infrastructures verts.

Fonds labellisés Finansol : qui sont des Fonds de placement solidaire investis dans des projets de l'économie sociale et solidaire (ESS) (coopérative agricole, ateliers d'insertion)

Fonds labellisés ISR :

- Fonds intégrant des thématiques durables (OPCVM ISR)
- Fonds/SCPI immobilier durable (respect des critères environnementaux)
- Fonds actions ISR (actions d'entreprises côtés avec contribution à la transition durable)

Il est évident que cette solution permet de proposer des supports alignés avec les convictions/valeurs d'une partie importante de nos assurés. En effet, les récentes études et sondages ont démontré un intérêt des clients patrimoniaux pour l'épargne responsable⁴. Néanmoins, ce type d'offre n'est pas encore totalement mis en place sur le marché et demeure complexe pour les assurés qui peuvent avoir le sentiment d'être perdus en raison de la profondeur du marché et la possible perte du capital sur ce type de fond. Cependant, sur le marché des émetteurs privés, la réputation de pratiques de « greenwashing » ternit l'image du secteur.

b. Les Plan d'Epargne Retraite – PER

Aussi, EUROASS a pensé à renforcer son positionnement sur des produits qui permettent d'aller chercher des actifs long terme comme « Les Plan d'Epargne Retraite – PER » en orientant l'épargne vers des investissements responsables.

En effet, ce type de produit est caractérisé par un horizon d'investissement plus long terme et un besoin de liquidité réduit au regard de l'absence d'option de rachat à tout moment ce qui permet à l'assureur d'investir dans des actifs qui ne sont pas « uniquement » des green bond.

De plus, nous pouvons proposer une gestion pilotée qui permet aux assureurs de proposer des profils d'investissement intégrant des critères ESG et privilégiant les actifs verts.

c. Retour à l'Eurocroissance

L'Eurocroissance est un produit offrant une garantie totale ou partielle des primes investies à une échéance fixée :

- La valeur de rachat du support peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, sans effet de cliquet et sans garantie avant échéance.
- À l'échéance, l'assuré reçoit le montant le plus élevé entre le montant garanti et la valeur liquidative de ses parts.
- Le niveau de garantie et la durée sont déterminés par l'assureur ou l'assuré, en fonction des options contractuelles disponibles.

De ce fait, le fonctionnement de l'Eurocroissance permet d'investir dans des actifs actuels et limite l'impact conjoncturel de flux entrant et sortant comme les rachats massifs.

Dans ce contexte de hausse des taux, nous avons revu notre offre et nous avons lancé un nouveau support Eurocroissance pour combiner une garantie totale du capital, une recherche de performance, et des investissements durables. Ceci nous permet une allocation d'actifs qui peut être très diversifiée dans des actifs du moment en raison de l'espérance de rendement plus importante que celle du fonds en euros tout en contribuant au financement de la transition écologique, énergétique et sociale.

2. Adaptation des stratégies d'allocation et des modèles :

a. Utilisation des leviers réglementaires : pilotage des réserves

Pendant la période de taux bas prolongée, nous avons constitué des réserves offrant des leviers de pilotage. En effet, notre stratégie a consisté tout d'abord à utiliser les leviers réglementaires à savoir :

- **La provision pour participation aux excédents (PPE) :** elle permet de compenser les rendements obligataires afin d'améliorer les taux servis et maintenir les assurés dans le portefeuille en limitant les rachats conjoncturels.
En raison du stock important de PPE dont possède notre acteur, nous avons opté pour l'utilisation de cette provision afin de servir des taux concurrentiels. Cependant, il est essentiel de constituer cette provision au cours des exercices à venir afin de renforcer notre politique de taux servi. Pour ce faire, nous nous engageons à augmenter les rendements

⁴ 4^{ème} baromètre LBP/cashbee opinion way de l'épargne responsable

financiers et à améliorer notre résultat technique, en mettant un accent particulier sur une collecte nette plus substantielle.

→ En accord avec les objectifs stratégiques d'EUROASS d'assurer une croissance dynamique sur le Haut de gamme et afin de rester compétitif sur le marché, nous proposons l'utilisation de la PPE pour booster le périmètre de Haut de gamme notamment via un dispositif de bonus.

Cela aura également pour effet de limiter les rachats massifs sur ce portefeuille.

Une sensibilité avec un TGR de 3,7% sur le BP central haut de gamme a été réalisée : Le besoin de PPE serait alors de 450M€ sur la trajectoire.

Quant au périmètre du Grand Public, la cartographie du client d'EUROASS nous a permis de mettre en exergue une faible réactivité et élasticité des clients face à un écart de taux servis inférieur à 50bps comparé à la concurrence. **Nous proposons ainsi de ne pas utiliser la PPE pour le portefeuille de Grand Public.**

- **La réserve de capitalisation (RC)** : permet d'absorber une partie des moins-values obligataires et également financer l'acquisition de nouvelles obligations afin d'améliorer le rendement de notre portefeuille.
Notre acteur dispose des liquidités nécessaires pour effectuer des investissements obligataires sans avoir besoin de céder des obligations en moins-value et donc puiser dans la réserve de capitalisation.

Il est important de souligner que ces ressources, à savoir la PPE et la RC, sont intégrées dans les fonds propres de notre assureur. En y puisant, nous provoquons une réduction de ces fonds propres, ce qui pourrait entraîner une baisse du ratio de solvabilité. Cela nous amène à nous poser les questions suivantes : **dans quelle mesure sommes-nous prêts, à court terme, à réduire notre solvabilité afin de pouvoir offrir de meilleurs taux demain dans un contexte concurrentiel marqué par cette hausse des taux ? Devons-nous privilégier une approche à court terme ou adopter une stratégie durable sur le moyen terme ?**

b. Choix de l'allocation cible :

La hausse des rendements obligataires, notamment pour les titres souverains et les obligations bien notées, suscite un intérêt accru pour les actifs de taux et les placements monétaires.

Nous pouvons ainsi arbitrer le choix des maturités de réinvestissement entre :

- **Des obligations à maturités courtes** offrant :
 - ✓ **Rendement Plus Élevé** : En période de courbe de taux inversée, les obligations à court terme offrent souvent des rendements plus attractifs que les obligations à long terme.
 - ✓ **Liquidité** : Les obligations à court terme sont plus liquides et peuvent être facilement revendues, ce qui offre une plus grande flexibilité pour réagir aux évolutions du marché dans une telle conjoncture économique instable.
 - ✓ **Risque de Taux d'Intérêt** : Moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, les obligations à court terme permettent de réduire le risque de perte de valeur en cas de hausse des taux.
- **Des obligations à maturités longues** permettant :
 - ✓ **Stabilité du Rendement** : Les obligations à long terme permettent de sécuriser un rendement fixe sur une période plus longue, ce qui est avantageux en cas d'une baisse future des taux d'intérêt.
 - ✓ **Planification à Long Terme** : Elles permettent une meilleure prévisibilité des revenus pour les engagements financiers à long terme.

Dans notre cas, nous optons pour une approche équilibrée qui consiste à diversifier les investissements sur différentes maturités pour bénéficier des avantages de chaque stratégie et atténuer les risques.

Une autre option serait d'accroître les investissements dans des actifs liés à l'inflation et à taux variables, en augmentant la part des obligations indexées sur l'inflation et des obligations à taux variables. Cela permettrait de mieux protéger les actifs contre la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, tout en contribuant à l'amélioration du ratio de solvabilité.

c. Adaptation des modèles ALM :

L'adaptation des modèles de gestion actif-passif (ALM) pour faire face aux fluctuations des taux d'intérêt, à la fois à la hausse et à la baisse, est cruciale pour la stabilité et la rentabilité.

Dans le cadre d'une conjoncture économique marquée par une hausse des taux avec un potentiel scénario de baisse, nous préconisons d'adapter :

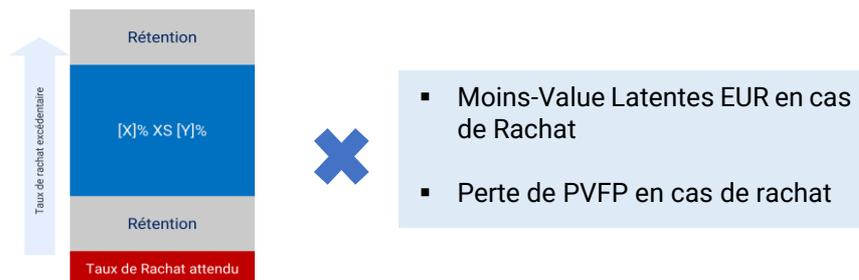
- **Les hypothèses économiques dans le modèle** : en révisant de manière régulière les hypothèses de taux afin de s'assurer qu'elles reflètent de manière exhaustive les conditions économiques actuelles et les prévisions futures.
- **Les durations des actifs et des passifs** : en adaptant continuellement les durations des actifs et des passifs pour maintenir un équilibre optimal, réduisant le risque de durée dans un environnement de taux changeant. Ceci, via l'utilisation des stratégies de gestion active pour rééquilibrer les portefeuilles en réponse aux fluctuations des taux.
- **La réserve de liquidité** : en maintenant un niveau confortable de la réserve permettant de faire face à nos engagements quelle que soit la nature du scénario de taux.
- **Le Processus de Décision** : en mettant en place des instances décisionnelles permettant d'ajuster rapidement les modèles ALM en réponse aux variations de taux.

3. Mise en place de couverture :

En plus des différents leviers que nous mettons afin d'améliorer le rendement des actifs, le contexte actuel est favorable à la mise en place de couvertures pour divers facteurs de risque :

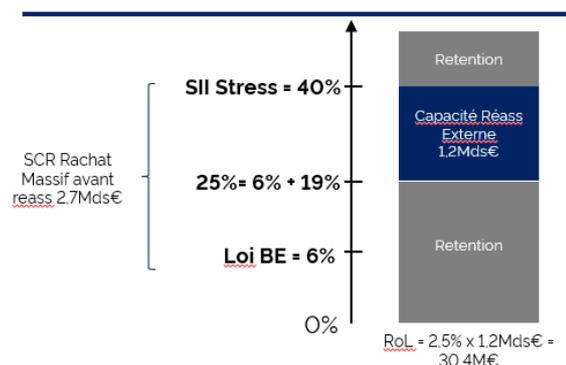
a. Réassurance du risque de rachats :

La réassurance représente un levier pertinent permettant à la fois de protéger notre résultat/bilan via un transfert du risque des rachats massif et diminuer le SCR en pilotant le ratio de solvabilité. Dans ce contexte, le montage ci-dessous peut être considéré :



Fonctionnement du traité et estimation du gain en capital :

Hypothèses de la solution proposée : Le prix du marché pour un traité de réassurance rachat massif serait un RoL compris entre 2% et 3% de la capacité offerte pour ce type de traité. Dans notre cas, nous prenons l'hypothèse d'un RoL à 2,5%.



Impact sur EUROASS en (m€)	Avant Réass	Après Réass	Ecart
<i>FP</i>	14 589	14 612	23
<i>Dont RM brute</i>	2 104	2 031	-72
<i>Dont Prime de réassurance</i>		30,4	30,4
<i>Variation ID</i>		19	19
<i>SCR</i>	5 991	5 441	-550
<i>SCR Vie</i>	3 200	2 165	-1 035
<i>SCR Rachat Massif</i>	2 737	1 533	-1 204
Ratio de Solvabilité	244%	269%	25%

Pour le SCR, la mise en place du traité de réassurance entraînera une baisse du SCR de rachat massif lié au traité de réassurance, ce qui par conséquent impactera à la baisse le SCR de souscription Vie et le SCR global.

La mise en place de la réassurance entraînera une baisse de la RM liée à la baisse du SCR de souscription Vie et par conséquent une hausse des fonds propres atténuée par le prix de la réassurance.

L'effet de l'augmentation du risque de contrepartie est de second ordre par rapport aux impacts présentés ci-dessus.

Cette réassurance n'est efficace que lorsque l'entité est exposée au SCR rachat massif. En effet, dans le cadre de S2, le SCR de Rachat retenu correspond au maximum entre le SCR Rachat Hausse, Rachat Baisse et Rachat Massif. Dans notre cadre, EUROASS est largement exposée au SCR Rachat Massif du fait d'une loi BE (~6%) plutôt faible comparée au choc S2 Rachat Massif de 40%. Cette loi a été calibrée sur un historique de rachat de notre acteur.

Bien que le gain en solvabilité soit intéressant en scénario dégradé (> 20 points de ratio), le coût opérationnel de la mise en place (sollicitation de réassureurs, dossier ACPR, etc.) ainsi que le prix du traité sont conséquents. De plus, EUROASS dispose d'un ratio de solvabilité confortable et la survenance d'événements de rachat massif a été jugé rare.

b. Achat des dérivés de taux (caps et floors)

En raison de cette conjoncture économique instable, nous nous sommes penchés sur des solutions préventives afin de se prémunir contre un éventuel scénario de hausse ou de baisse des taux. De ce fait, les produits dérivés taux nous semblent un moyen pertinent permettant de neutraliser partiellement l'effet d'évolution des taux :

- Stabilité des Rendements Monétaires.
- Réduction de la Volatilité.
- Optimisation des allocations de liquidités.

Néanmoins, l'usage de ces dérivés peut entraîner des coûts supplémentaires, qui seront pris en compte dans l'évaluation globale de la stratégie de gestion des actifs et de la liquidité.

Exemple d'étude pour l'achat d'un cap de strike 3,5% sur CMS 10 ans pour un prix de 1% :

Au vu de la durée de notre actif (~8ans) et de sa part obligataire à 65%, nous avons calculé la variation de la valeur de marché du portefeuille obligataire consécutivement à une hausse de taux d'intérêt de 0,5%, 1,5% et 2% à l'aide de l'approximation suivante également appliquée dans les sensibilités au risque de taux pour les portefeuilles bancaires ⁵ :

$$\Delta VM = - \frac{\text{Duration totale actif}}{(1 + \text{taux d'interet}_{1\text{an}})} * \Delta \text{taux}$$

⁵ Analyse BCE de la sensibilité de l'interest rate risk in the banking book

Ainsi, nous avons pu déterminer l'impact de l'achat de Cap à un prix de 1% sur le rendement du portefeuille :

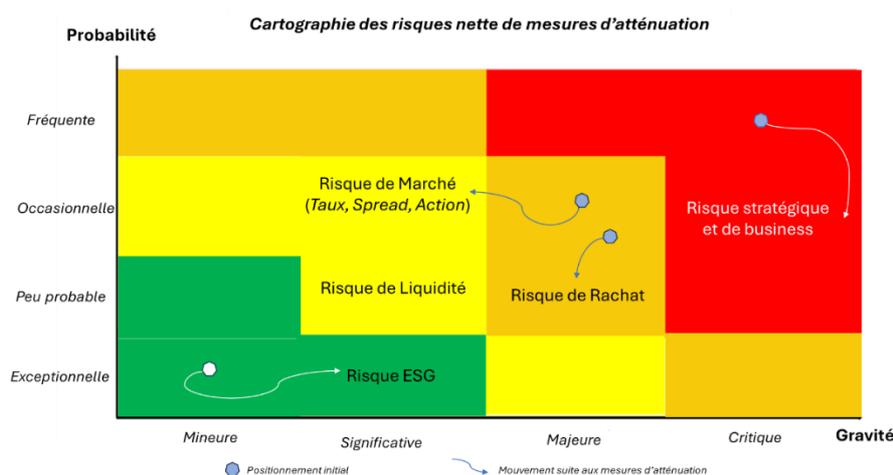
<i>Delta de taux</i>	0,5%	1,5%	2,0%
<i>Delta VM en %</i>	-3,87%	-11,60%	-15,47%
<i>Impact sur le ptf d'actif en %</i>	-2,5%	-7,5%	-10,1%
<i>Impact du Cap sur le rendement</i>	-0,03%	-0,08%	-0,10%

Dans ce contexte marqué par une persistance des taux élevés, nous avons trouvé pertinent de souscrire un cap plutôt qu'un floor afin de se prémunir contre une augmentation des taux, d'autant plus que EUROASS est beaucoup plus sensible à un tel scénario comme vu précédemment lors de nos analyses de sensibilités. Quant au prix du cap, il a été convenu dans le cadre de la politique ALM d'en acheter lorsque leur prix est inférieur à 1%. Nous avons, de ce fait, appliqué cette règle.

Il est également conseillé pour EUROASS de souscrire à des floors, qui pourraient protéger le rendement du portefeuille en cas de baisse des taux dans ce contexte incertain. De ce fait, nous préconisons de prendre en considération le Collar, permettant d'équilibrer les risques.

Cartographie des risques nette de mesures d'atténuation :

La cartographie des risques obtenue suite à l'application des mesures d'atténuation ci-dessus a été définie comme suit :



EUROASS a revu à la baisse la classification du risque stratégique et business, passant d'une probabilité jugée fréquente à occasionnelle. Cette diminution s'explique par les mesures d'atténuation précédemment mises en place, à savoir :

- **L'introduction d'unités de compte vertes et de produits Eurocroissance**, rendant l'offre d'EUROASS plus attrayante et contribuant ainsi à l'atteinte des objectifs stratégiques en termes de développement, diversification et durabilité.
- **L'utilisation de la PPE** pour dynamiser les TGR haut de gamme d'EUROASS, permettant ainsi de maintenir la compétitivité sur le marché et de réaliser les objectifs de croissance dans ce secteur. Par ailleurs, une veille concurrentielle renforcée a été mise en place pour suivre de manière proactive les tendances et évolutions du marché.
- **La réflexion sur une stratégie de diversification des canaux de distribution** en cours au sein du comité exécutif d'EUROASS, notamment à travers des partenariats potentiels avec des acteurs digitaux, tels que des insurtechs ou des start-ups, afin de réduire le risque de concentration sur les canaux bancaires.

Quant à la gravité, et malgré ces plans d'actions, EUROASS a décidé de maintenir la criticité du risque stratégique. En effet, les solutions d'atténuation nécessitent encore du temps, des ressources financières importantes pour leur mise en œuvre, ainsi qu'une acculturation à l'innovation et à la digitalisation.

La gravité du **risque de marché** a été réduite grâce à l'utilisation d'instruments financiers de couverture contre le risque de taux. Dans le cadre de notre démarche ERM, l'achat d'un cap permet de limiter l'exposition d'EUROASS face au maintien de la hausse des taux. Cela contribue à atténuer les fluctuations en stabilisant le financement à long terme, tout en protégeant le portefeuille contre les augmentations soudaines des taux. De plus, cette stratégie aide à préserver les fonds propres en réduisant la volatilité et en stabilisant le ratio de solvabilité de l'entreprise. Aussi, la commercialisation de nouveaux produits comme l'Eurocroissance et certaines unités de compte contribue à la diversification et donc à la réduction du coût en capital.

La fréquence quant à elle, a été maintenue en occasionnelle en raison de la conjoncture économique instable caractérisée par des fluctuations importantes, rendant difficile la prévision des tendances futures sur les marchés financiers (incertitudes politiques, tensions géopolitiques, risque climatiques, etc...).

Concernant le **risque de rachat**, les mesures mises en œuvre ont permis de réduire l'exposition d'EUROASS à ce risque, faisant passer sa fréquence d'occasionnelle à peu probable. L'utilisation de la PPE pour maintenir des taux compétitifs sur le portefeuille haut de gamme diminue la probabilité d'occurrence de ce risque. Bien que la gravité du risque ait pu être atténuée par l'établissement d'un traité de réassurance, il convient de noter que ce dernier entraîne des coûts significatifs, ce qui impacte les résultats d'EUROASS.

La stabilité du **risque de liquidité** s'explique par le fait qu'EUROASS dispose d'actifs suffisamment liquides lui permettant d'honorer ses obligations financières sans avoir à vendre rapidement des actifs en moins-values. Néanmoins, EUROASS a maintenu une gravité significative de ce risque du fait de son importance cruciale. En effet, la liquidité représente le nerf de la survie financière de l'entreprise et ne laisse donc aucune place à l'improvisation ni à la prise de risques excessive.

Le risque ESG s'est en revanche intensifié en raison de la décision d'EUROASS d'accroître son exposition aux unités de compte Green. Cette orientation stratégique expose l'entreprise au risque de greenwashing, ce qui pourrait potentiellement nuire à sa réputation et éroder la confiance de ses assurés. Aussi, la transformation des encours à des fin de durabilité entraîne des coûts importants sur plusieurs aspects, notamment le budget, le temps de transformation, ainsi que les dimensions commerciales et opérationnelles.

E. Suivi des KRI⁶ et KPI⁷ en cohérence avec l'appétence aux risques

Dans le cadre du suivi de sa stratégie mise en place et de sa performance, la direction des risques d'EUROASS a défini des indicateurs d'appétence au risque qui sont rapportés de manière fréquente au comité de direction. Ces indicateurs font l'objet d'un suivi régulier afin de s'assurer qu'ils ne dépassent pas les limites définies et validées annuellement par le Conseil d'Administration. Ceci, permet ainsi à EUROASS d'activer des plans d'action en cas de risque potentiellement avéré.

En lien avec les sensibilités réalisées précédemment ainsi que les mesures d'atténuation de risque proposées, EUROASS a challengé certains seuils du RAS afin d'avoir des seuils adaptés à la situation de hausse des taux traduisant au mieux l'appétence au risque du conseil d'administration.

Pour rappel, une hausse des taux pourrait se définir comme une situation où l'assureur n'est pas en mesure de servir à ses assurés des taux plus élevés que ceux de la concurrence.

⁶ Key Risk Indicators : indicateurs clés de risque utilisés pour mesurer et surveiller les risques potentiels d'une compagnie.

⁷ Key Performance Indicators : indicateurs clés de performance utilisés pour évaluer la réalisation des objectifs stratégiques et la performance de l'entreprise.

Type de risque	Indicateur de suivi de risque	Ancien RAS		RAS en situation de hausse des taux	
		Limite	Seuil d'alerte	Limite	Seuil d'alerte
Transverse	Solvabilité du groupe - pilier 1	< 110% (évaluation réglementaire)	< 150 %	< 110% (évaluation réglementaire)	< 150 %
	Solvabilité vision ORSA	< 110% (évaluation ORSA)	< 120%	< 110% (évaluation ORSA)	< 120%
	Taux composite (collecte nette € / Encours)	< -10%	< -5%	< -8%	< -5%
Risques de marché & Gestion Actif Passif	Taux de rendement obligataire moyen des investissements à taux fixe	< 1,3%	< 1,4%	< 1,4%	< 1,5%
	Gap de sensibilité actif/passif FP S2	[< -2,6 ; > 2,6]	[< -1,3 ; > 1,3]	[< -2,6 ; > 2,6]	[< -1,3 ; > 1,3]
	Sensibilité de taux des FP S2 (Md€)		< -3Md€	< -3Md€	< -2Md€
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la hausse des taux (+50bps)	< -20%	< -10%	< -20%	< -10%
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la baisse des taux (-50bps)	< -20%	< -10%	< -20%	< -10%
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la baisse des actions (-25%)	< -30%	< -25%	< -30%	< -25%
	Sensibilité du taux de couverture S2 à la hausse du spread Corporate (+50bps)	< -20%	< -15%	< -20%	< -15%
Risque ESG	Empreinte carbone du portefeuille actions et obligations d'entreprises en direct			n/a	> 50 kg eq CO2/k€ investi
Risque de liquidité	Ratio de liquidité des portefeuilles assurés	< 125%	n/a	< 125%	n/a
	Liquidité du compte propre	< 1,0 Md€	n/a	< 1,0 Md€	n/a
Risque stratégique et business	Taux de rachat observé épargne	n/a	[< 2,5 % ; > 4 %]	n/a	[< 2,5 % ; > 6 %]
	Valeur des affaires nouvelles (VAN)	n/a	n/a	< 0M€	< 0M€
	Réalisation de l'objectif de collecte brute Epargne	n/a	< 85%	n/a	< 90%

Nous avons revu à la baisse le seuil limite du **taux composite collecte nette €/Encours** : en situation de hausse des taux, l'occasion est propice à notre assureur pour atteindre son objectif de croissance et ainsi d'augmenter sa collecte euro, quand bien même il y aurait plus de risque de rachat sur le stock de son portefeuille. En conséquence, la hausse de la collecte devrait atténuer l'augmentation des sorties.

Le **taux de rendement obligataire** moyen en situation de hausse des taux devrait s'apprécier du fait de la relation de l'actif avec la nouvelle collecte ainsi que la volonté du conseil d'administration d'EUROASS d'investir dans des obligations à des taux plus élevés. Il nous a donc paru judicieux de revoir les seuils à la hausse.

En situation de hausse des taux, les marges se réduisent ainsi que les PMVL en face des fonds propres du fait d'investissements majoritairement obligataires. Ainsi, la **sensibilité des fonds propres** à une hausse des taux en devient plus importante et la perte acceptée par EUROASS se réduit de facto dans ce contexte. Pour cette raison, nous avons réduit notre seuil d'alerte de perte de fonds propres.

Le **taux de rachat** maximal toléré en épargne a été revu à la hausse, en cohérence avec le contexte.

Inversement, la tolérance sur l'atteinte des objectifs de collecte Brute en Epargne a été réduite, pour les mêmes raisons.

Dans le cadre du **risque stratégique**, un nouvel indicateur de rentabilité a été introduit à savoir la valeur des affaires nouvelles (VAN). Le seuil d'alerte se déclenche dès lors que la VAN devient négative.

Enfin, un **indicateur pour le risque ESG**, correspondant à l'empreinte carbone des actions et obligations d'entreprise détenues en directe, a été proposé. Le seuil d'alerte a été défini en accord avec le scénario Net Zero 2050 estimé par la direction de la durabilité.

F. Gouvernance et culture

Les évolutions des marchés financiers et les nouvelles menaces ne permettent pas à la stratégie globale d'EUROASS d'être statique. En effet, la direction générale d'EUROASS accompagnée de la direction des risques, a souligné l'importance de **favoriser une culture d'amélioration continue permettant ainsi de suivre et d'adapter la boucle ERM de manière régulière afin de faire face à cette conjoncture économique volatile.**

De ce fait, l'entreprise a décidé d'investir davantage dans la promotion de la culture des risques qui représente un élément fondamental influant la manière dont les risques sont perçus, gérés et atténués.

▪ ***L'intégration du système de gestion des risques à l'activité Business :***

Cette intégration permet d'adopter une approche fondée sur le risque de manière systématique dans les décisions stratégiques et opérationnelles. Les comités principalement concernés par cette intégration sont : le comité d'orientation stratégique, comité d'investissements et d'allocation d'actifs, comité de souscription et risque technique, comité de réassurance, comité de gestion du capital, comité des opérations d'acquisition ou de cession etc. Pour l'ensemble de ces instances, la direction des risques joue un rôle clé en évaluant les risques liés aux décisions stratégiques et en assurant le suivi des indicateurs de risques et de performance (KRI et KPI) ainsi que leur déclinaison opérationnelle.

▪ ***Sensibilisation et mise en place des plans de formation :***

Le comité de direction d'EUROASS a décidé d'offrir des programmes de formation réguliers aux collaborateurs et aux commerciaux afin de les sensibiliser à la culture des risques, à l'importance de la gestion des risques et les former aux bonnes pratiques en raison de leur rôle dans ce processus.

Aussi, elle encourage les cadres de la direction à savoir les Directeurs et les Administrateurs à suivre des formations proposées par des organismes comme l'Institut du Risque Management avec la formation ERM.

▪ ***Promouvoir une communication ouverte et transparente :***

Il est crucial que chaque collaborateur d'EUROASS comprenne précisément son rôle et sa contribution dans l'atteinte des objectifs stratégiques de l'entreprise. C'est pourquoi une communication efficace et transparente est essentielle. Cette communication repose sur des plans d'action et une stratégie claire et bien structurée. Il est donc indispensable de définir précisément l'appétence au risque et de garantir une parfaite cohérence de la stratégie pour donner du sens à chaque action.

Les objectifs sont déclinés à chaque niveau : la direction des risques définit les orientations du conseil d'administration à l'échelle macro, et chaque service les adapte à son propre domaine d'action. Grâce à des objectifs clairs et partagés, tous les collaborateurs peuvent travailler de manière alignée et cohérente sur les mêmes indicateurs.

Une **gestion des risques performante permet de réaliser d'importantes économies et d'optimiser l'efficacité des collaborateurs.** Chaque membre d'EUROASS avance alors dans la même direction, avec implication et un réel sentiment de sens dans son rôle. La réglementation nous oblige à diffuser cette culture du risque et à travailler ensemble : il est donc essentiel de dialoguer et d'échanger avec toutes les parties prenantes. Pour cela, une communication claire et simple est indispensable.

Conclusion

L'année 2023 a été marquée par une poursuite du resserrement monétaire des banques centrales européennes pour contrer la flambée inflationniste. Les taux à 10 ans ont atteint des taux records durant l'été avant d'atterrir à un niveau de 2,49% en fin d'année, tandis que les principaux indices boursiers atteignent des records historiques.

Bien que la hausse des taux soit favorable pour les activités d'assurance vie, elle accentue la concurrence des produits comme les comptes à terme ou le livret A. Cela crée chez les assurés des attentes accrues en termes de performance financière. Ils cherchent à tirer parti des nouvelles opportunités offertes par ces produits, tout en profitant d'une plus grande liberté pour investir à long terme, avec des options permettant de mieux équilibrer le rendement et le risque.

De plus, la gestion optimale du capital, tout comme l'ensemble des décisions stratégiques, ne peut se faire sans prendre en compte des critères extra-financiers comme les risques ESG ou de façon générale les impacts des orientations prises sur notre environnement. D'autant plus que les assureurs peuvent désormais compter sur un marché des Green Bonds en pleine croissance à la fois sur les émetteurs publics et privés. De ce fait, le fonds en euros a la capacité d'investir dans le financement de la transition écologique.

C'est dans cette conjoncture économique qu'EUROASS a adapté sa démarche ERM et exploré les opportunités de diversification et de croissance afin de capitaliser sur la hausse des taux.

Les principaux risques identifiés pour EUROASS dans ce contexte de hausse des taux sont :

- **Risque stratégique et de business** : concurrence accrue avec des produits plus attractifs ou de nouveaux entrants.
- **Risque de rachat** : en cas de taux servis inférieurs au taux du marché.
- **Risque de marché** : exposition importante à la hausse des taux en raison d'une détention majoritaire en obligations.
- **Risque de liquidité** : en cas de ventes avec réalisation de moins-values latentes.
- **Risque ESG** : lié aux objectifs de durabilité auxquels EUROASS doit répondre.

La démarche ERM a permis de proposer des dispositifs d'atténuation : mise en place de couvertures protégeant le rendement du portefeuille, réassurance, commercialisation de nouveaux produits offrant une couverture partielle dans le but de dynamiser la collecte (UC et Eurocroissance), utilisation de la PPE pour dissuader le départ des assurés et bonifier les taux servis.

Bien que cette étude confirme l'opportunité d'augmenter la collecte, il reste nécessaire de la concrétiser par des actions commerciales. La sélection des unités de compte (UC) devra intégrer des critères extra-financiers, tels que les actifs durables (Green Bonds, secteurs non carbonés), tout en restant vigilant face au risque de greenwashing. La liquidité devra également être surveillée en raison des incertitudes liées aux sorties.

Dans la continuité de ce mémoire, il serait intéressant de quantifier l'impact de certaines mesures d'atténuation supplémentaire, à titre d'exemple, les actifs indexés sur l'inflation ou les obligations à taux variable.

Dans le cadre de sa surveillance et de sa veille stratégique et concurrentielle, EUROASS anticipe une possible baisse des taux. En effet, la BCE pourrait prendre une mesure significative en décembre en abaissant son principal taux directeur de 50 points de base. Par conséquent, la fonction gestion des risques devrait, dès maintenant, collaborer avec le comité d'administration et l'ensemble des parties prenantes pour envisager les ajustements stratégiques nécessaires.

Annexes

1. Rappel de la démarche ERM

Afin de bien mettre en évidence notre démarche ERM relative à notre contexte économique et notre stratégie d'entreprise, rappelons tout d'abord la définition de l'ERM. Nous avons retenu celle proposée par STÉPHANE LOISEL et NICOLE EL KAROUI dans l'article « LE RISQUE DE LONGÉVITÉ EST-IL ASSURABLE ? » publié dans la Revue d'économie financière :

« L'Enterprise risk management (ERM), qui correspond au processus par lequel une institution identifie, modélise, mesure, contrôle et exploite les différents risques d'une manière intégrée dans le but de protéger et de créer de la valeur, en prenant en compte toutes les parties prenantes : les clients, les actionnaires, les régulateurs, les employés, les agences de notation éventuellement et la société en général. »

La démarche ERM adoptée est celle présentée lors de la formation ; elle se décline en 5 actions clé de succès :



2. Modélisation de l'actif :

5 catégories d'actifs sont modélisées :

- Instruments de taux (obligations, OATI,)
- Instruments de diversification (actions, immobiliers,)
- Instruments de couverture de taux (dérivés de taux, swaps,)
- Dérivés action (puts et calls sur actions,)
- Instruments de trésorerie (OPCVM monétaires).

A l'issue de chaque demi-période de projection, le modèle recalcule les éléments relatifs à chacune de ces catégories d'actifs. Les valeurs de marché des actifs sont calculées en tenant compte de la trajectoire macroéconomique projetée par le générateur de scénarios économiques :

- Courbes de taux (courbes zéro-coupon)
- Courbes de volatilité
- Indices de rendement (action, immobilier,...)
- Taux de dividendes
- Spreads de crédit

Le modèle permet la projection des actifs en environnement risque neutre et monde-réel.

3. Modélisation du passif :

L'ensemble des flux de passif pris en compte au sein du modèle de projection sont :

- Paiement des prestations
- Collecte des primes
- Prélèvement des chargements

- Versement des commissions
- Paiement des frais.

4. Interaction actif-passif :

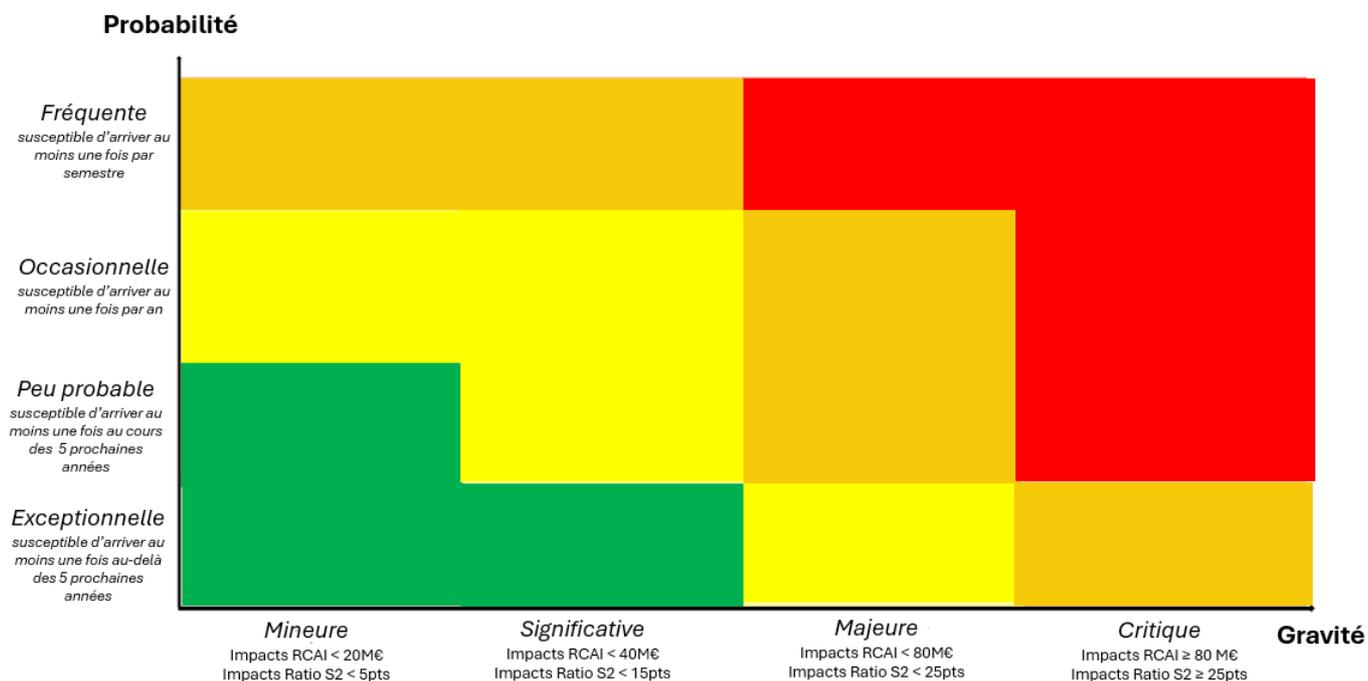
- L'ensemble des interactions actif passif définies dans le modèle de projection sont :
- Revalorisation des contrats calculée à partir de la production financière, des flux, de la provision mathématique, des contraintes et des taux d'intérêts de référence.
- Stratégies d'investissement
- Rachats dynamiques

5. Modélisation des Rachats dynamiques :

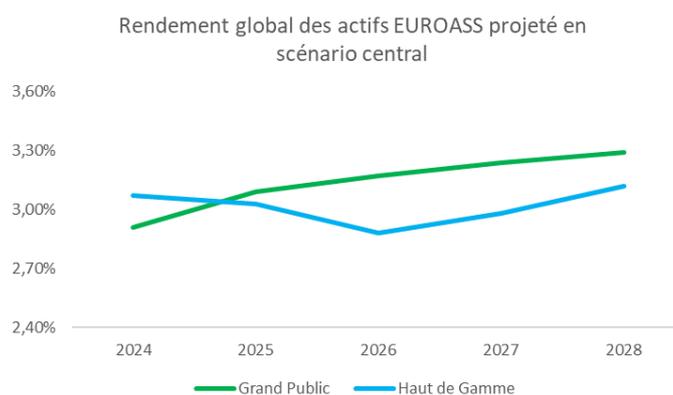
En plus des rachats structurels que l'assureur peut observer dans un contexte économique « normal » sur les contrats d'assurance-vie épargne euro, l'assureur doit tenir compte de rachats conjoncturels. Ce type de rachats intervient notamment dans un contexte fortement concurrentiel lorsque l'assuré arbitre son contrat d'assurance au profit d'autres supports financiers (produits assuranciers, bancaires ou immobiliers).

La modélisation des rachats dynamiques repose sur la notion de taux attendu par les assurés. Si celui-ci est supérieur au taux servi, le risque que les assurés rachètent leur contrat sera plus important l'année suivante.

6. Echelle de la cartographie des risques définie par EUROASS :



7. Rendement global des actifs d'EUROASS projetés en scénario central :



8. Des fonds labellisés verts, solidaires ou responsables pour clarifier et orienter :



QUATRE LABELS FRANÇAIS : GREENFIN, FINANSOL, LABEL ISR, LABEL RELANCE

Greenfin - Le label Greenfin a été créé par l'État français au bénéfice de la transition énergétique et écologique. Il garantit la qualité verte des fonds d'investissement et s'adresse aux acteurs financiers qui agissent au service du bien commun grâce à des pratiques transparentes et durables.

Finansol - Le label Finansol est attribué par l'association FAIR dont la mission est de promouvoir les fonds ayant une démarche solidaire et inclusive, notamment à travers l'insertion, le logement social et le commerce équitable.

Label ISR - Le label Investissement Socialement Responsable (ISR) a été créé par l'État français pour identifier des fonds intégrant une dimension responsable dans la gestion de leurs investissements.

Label Relance - Le label Relance a été créé par l'État français à la suite de la crise liée à la pandémie de Covid-19 afin de répondre aux besoins de financement des entreprises françaises en mobilisant l'épargne pour la relance de l'économie tout en respectant un certain nombre de critères ESG.

Source : France Assureurs

Bibliographie

Libération : La hausse des taux d'intérêt de la BCE a coûté entre 5 et 10 milliards d'euros à l'Etat français

Agence France Trésor : Lancement d'une OAT verte 3,00 % 25 juin 2049 pour un montant de 8 milliards d'euros

CIC Market : Reporting CMS

Quatrième baromètre LBP/Cashbee Opinion Way de l'épargne responsable : les patrimoniaux de plus en plus sensibles à l'épargne responsable

INSEE : En septembre 2024, les prix à la consommation baissent de 1,2 % sur un mois et augmentent de 1,1 % sur un an

France-Inflation : Taux directeurs BCE ET FED

BCE : Analyse BCE de la sensibilité de l'IRRBB – test de résistance 2017

BCE : une accélération de la baisse des taux pour faire face au marasme européen

K. TRAORE et B. AUBIN : Mise en place d'une démarche ERM pour la gestion du risque de rachat concomitant à la dépréciation de l'actif dans un contexte de forte hausse des taux

S. MOURET et S. DETROULLEAU : L'offre Epargne est-elle compatible avec les ambitions en matière de durabilité et de transition ?

A. CREMILLAC, O. REVERCHON et S. DETROULLEAU : Fonds en euros : Gestion du risque d'une remontée durable des taux

A. MAALMI, J. MALAVOY et D. GRAIZ : Eurocroissance : Un outil de pilotage de la transition économique

G. ROBERT et S. VANADIA : Vers une transformation de l'offre de produits d'Epargne en assurance vie

M.ARAMOUNI : L'impact de la hausse de l'inflation et de la remontée des taux en assurance vie