

Cette publication est éditée par la société Optimind, 2 rue du Faubourg Poissonnière, 75010 Paris.

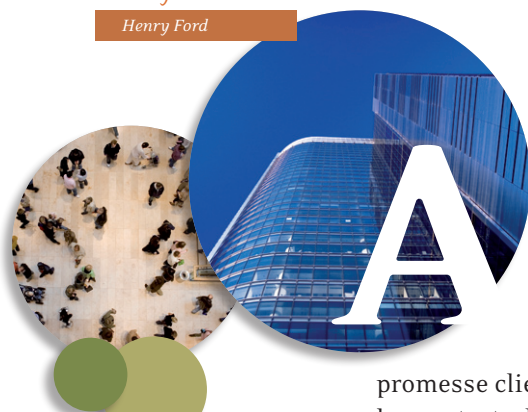
Également disponible sur :
www.optimind.fr

Les Variable Annuities

Origines et fondements d'une nouvelle génération de produits d'Épargne Retraite.

La plus haute finalité de la richesse n'est pas de faire de l'argent mais de faire que l'argent améliore la vie.

Henry Ford



Sommaire

Origine des <i>Variable Annuities</i> ..	2
Les différents types de <i>Variable Annuities</i>	2
Développement et succès des <i>Variable Annuities</i>	3
Le marché français et les <i>Variable Annuities</i>	4
Les produits à garantie de revenus GMWB	6
Positionnement des <i>Variable Annuities</i> sur le marché	7
Couverture financière des garanties	8
Pourquoi des <i>Variable Annuities</i> en LPS en France ?	9
Contrats diversifiés versus <i>Variable Annuities</i>	10
Fonds structurés	11
Conclusion	12

près de nombreuses années sans réelle innovation sur le marché de l'Épargne Retraite, les assureurs reviennent à l'initiative. En effet, l'épargne individuelle est depuis plusieurs dizaines d'années en France articulée principalement autour d'une promesse client fondée sur une fiscalité avantageuse des produits générés par les contrats d'assurance vie. Encore aujourd'hui, cet aspect demeure primordial pour les souscripteurs souhaitant se constituer une épargne pour leur retraite. Après une initiative significative du législateur, en 2003 puis en 2005, avec les PERP Eurodiversifiés et les contrats diversifiés, le marché de l'Épargne Retraite évolue avec créativité dans le sens de garanties d'assurance au sens propre, c'est à dire avec des fondamentaux basés sur l'aléa et sa couverture : c'est le sens des *Variable Annuities*. L'idée force est de proposer, au sein d'une enveloppe fiscale de type assurance vie, des investissements en unités de compte assortis d'une garantie de revenus. La prise de conscience sur la diminution progressive des taux de liquidation de retraite, le besoin impératif de revenus complémentaires garantis, l'aversion naturelle aux placements dynamiques et l'attente de rendements néanmoins attractifs sur le long terme tendent à faire des *Variable Annuities* une vraie réponse de marché. C'est le retour en grâce des assureurs qui assurent sur le secteur de l'Épargne Retraite.

Christophe Eberlé, Directeur associé, Président d'Optimind.

Dossier réalisé par Frédérique Henge, Leslie Pichavant, Emmanuel Berthélé, Gildas Robert, Olivier Cayot, Adrien Lafaille et Philippe Desplanche, Actuaire Consultants, Marine de Pallières.

Origine des *Variable Annuities*

➔ **Déclinés** sous différentes formes, en cas de vie ou en cas de décès, les *Variable Annuities* garantissent à leur bénéficiaire de disposer d'un montant minimal d'épargne tout en conservant les avantages de l'assurance vie multisupports classique. A ce titre, une traduction française cohérente du concept *Variable Annuities* pourrait être «produits en unités de compte avec garantie(s) d'assurance».

Apparus aux États-Unis, puis au Japon, dans les années 90, les produits *Variable Annuities* en cas de vie sont progressivement introduits en Europe à partir de 2005 pour se répandre rapidement sur l'ensemble du marché européen à ce jour. Ils combinent souplesse et diversité de gestion financière, fiscalité avantageuse et la garantie de bénéficier, en cas de vie de l'assuré, d'un montant minimum de capital ou de rentes, de manière immédiate ou sous un horizon préalablement déterminé.

Le développement de ces produits, garantissant des revenus minimaux, répond à un constat et à une problématique de marché principalement liés à la retraite.

En effet, le vieillissement de la population observé dans les pays développés induit nécessairement une augmentation du nombre de retraités dans les années à venir qui constitueront, de fait, une cible marketing importante pour les assureurs.

De plus, les régimes de retraite obligatoires ne permettront pas aux actifs actuels de bénéficier d'une retraite suffisante pour assumer leurs futurs besoins financiers. Le revenu mensuel manquant par foyer est estimé à 400/500 euros.

Dans ce contexte, les *Variable Annuities* permettent aux assurés de bénéficier d'un complément de revenus minimal tout en conservant une exposition au marché. Ainsi, l'assuré conserve une probabilité significative que le complément perçu soit supérieur au montant fixé à la souscription. Elles répondent à l'inquiétude grandissante des actifs quant à leurs revenus durant leur retraite, permettant de pallier à une préparation souvent tardive de cette dernière.



SIGLES ET VOCABULAIRE

Les *Variable Annuities* en cas de décès

GMDB (Guaranteed Minimum Death Benefit) : garantie en cas de décès de l'assuré d'un capital minimum défini à la souscription, par exemple la garantie plancher.

Les *Variable Annuities* en cas de vie

GMAB (Guaranteed Minimum Accumulation Benefit) ou GMSB (Guaranteed Minimum Surrender Benefit) : garantie, respectivement au terme ou à partir d'une date donnée, d'un capital minimum défini à la souscription.

GMIB (Guaranteed Minimum Income Benefit) : garantie d'un montant minimum de rente défini à la souscription.

GMWB (Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit) : garantie de retraits réguliers d'un montant annuel minimum défini à la souscription.

GMWB-L (GMWB for Life) : garantie viagère de retraits réguliers d'un montant annuel minimum défini à la souscription.

Les différents types de *Variable Annuities*

➔ Les *Variable Annuities* se déclinent sous plusieurs formes, chacune d'entre elles répondant aux besoins différents des souscripteurs.

La GMDB, seule garantie de type *Variable Annuities* en cas de décès, est commercialisée depuis le milieu des années 80, c'est la garantie plancher qui se retrouve sur la plupart des produits d'épargne en unités de compte. Elle permet une protection du capital tout en conservant une espérance de rendement plus importante et un positionnement sur le marché actions. Cette garantie est souvent assortie d'un effet cliquet permettant de réévaluer une ou plusieurs fois le capital minimum versé au bénéficiaire en cas de décès.

La GMAB et la GMSB sont des garanties en cas de rachat, elles assurent le bénéfice d'un capital minimal. Elles sont respectivement opérantes à une date unique donnée ou à partir d'une date déterminée. La cible potentielle des produits proposant ces garanties est une clientèle plus jeune que pour les autres *Variable Annuities*. Elles peuvent être utilisées pour

financer des besoins déterminés à un horizon connu au préalable, par exemple un investissement immobilier.

La GMIB assure le versement d'une rente viagère, immédiate ou différée, d'un montant minimum défini à la souscription. Elle s'adresse principalement à des assurés présentant un profil prudent et peut être envisagée comme une alternative aux fonds de pension.

La GMWB et la GMWB for Life garantissent respectivement, éventuellement après une période de différé, des retraits réguliers sur une période déterminée ou des retraits viagers. Elles s'adressent à des assurés proches de la retraite ou des retraits viagers, leur assurant un complément de revenus pour faire face à la diminution de leur pouvoir d'achat.

La suite du dossier s'attachera plus particulièrement à la présentation des éléments afférents aux produits GMWB, ces produits étant les plus innovants et les plus représentatifs de l'actualité produit du marché français.

Développement et succès des *Variable Annuities*

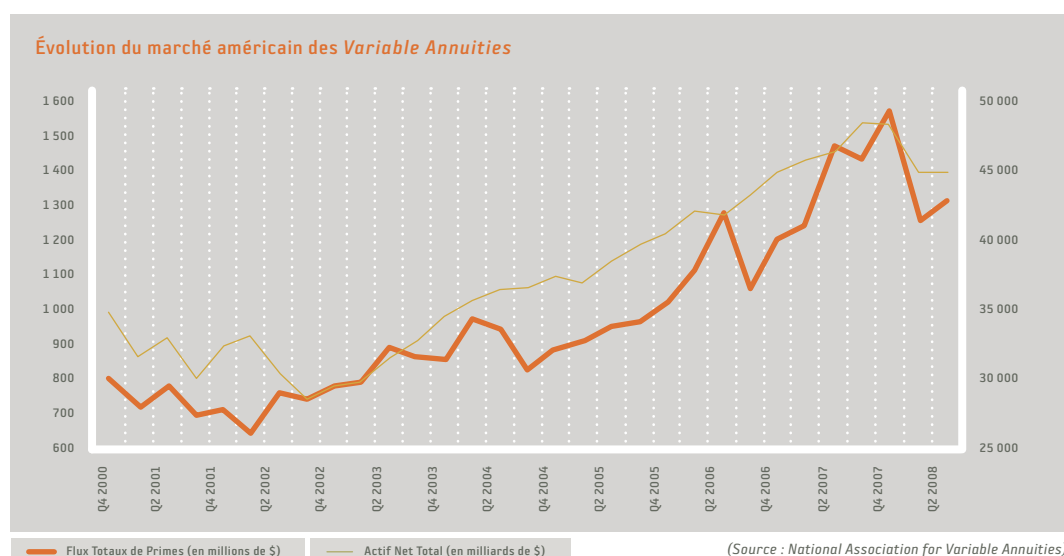
→ Le premier produit *Variable Annuities* apparu aux USA, une GMIB commercialisée par AXA en 1996, a été créé en réponse à la nécessité pour les Américains, de gérer une partie de leur retraite par leurs propres moyens compte tenu du régime par capitalisation et de leur sensibilisation aux marchés financiers. Depuis, de nombreux acteurs se sont positionnés et ont contribué à enrichir l'offre produit. Le développement du marché est tel qu'une association s'est créée afin de promouvoir les *Variable Annuities*, mais également pour effectuer des enquêtes de marché, permettant à l'offre de répondre au mieux aux

attentes des assurés : la NAVA, pour National Association for *Variable Annuities*. Comme l'atteste le tableau suivant, sur les 10 dernières années l'encours a augmenté de 132 %, bien que l'on peut également remarquer que son évolution est sensible aux marchés financiers.

A contrario, la production de contrats a été moins sensible du fait des garanties proposées. L'évolution des primes constatée sur les dernières années montre que le marché américain des *Variable Annuities* est très actif depuis 2000.

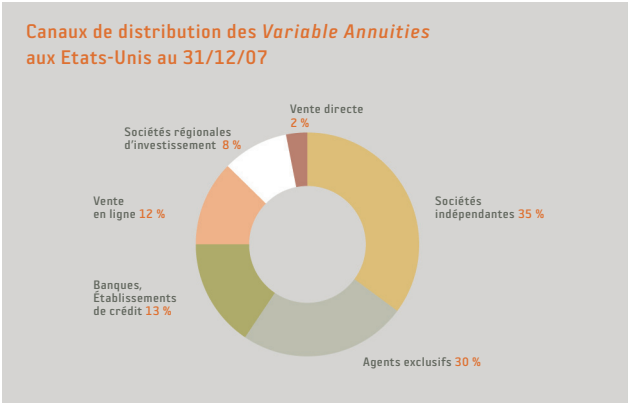
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Actif Net Total (\$ milliard)	640	771	974	956	886	797	1003	1124	1187	1371	1485
Évolution de N-1 à N	-	20,5 %	26,2 %	-1,7 %	-7,4 %	-10,1 %	25,9 %	12,1 %	5,6 %	15,4 %	8,4 %

(Source : National Association for Variable Annuities)



(Source : National Association for Variable Annuities)

À présent, les *Variable Annuities* représentent une part importante, environ 2/3, de la collecte en épargne retraite aux USA. En Europe, le développement de produits *Variable Annuities* reste à faire. En France, la prise de conscience récente par les assurés de l'insuffisance du système par répartition pour couvrir leur retraite est un élément clef dans l'amorce d'une offre *Variable Annuities*.



Source : Mornigstar, Inc.

Les principaux acteurs

➤ **Aux Etats-Unis**, le marché étant à présent développé, les acteurs sont nombreux. AXA Equitable, premier sur le marché en 2007, The Hartford, AIG et ING peuvent toutefois être mis en avant en tant qu'acteurs majeurs du marché.

Les offres en *Variable Annuities* sont proposées par l'ensemble des canaux de distribution existants, comme l'atteste la répartition présentée sur le graphique ci-contre.

En Europe, les principaux acteurs du marché de l'épargne retraite individuelle seront probablement les principaux acteurs du marché des *Variable Annuities*. Le tableau suivant présente l'implantation des principaux acteurs selon les différents pays européens :

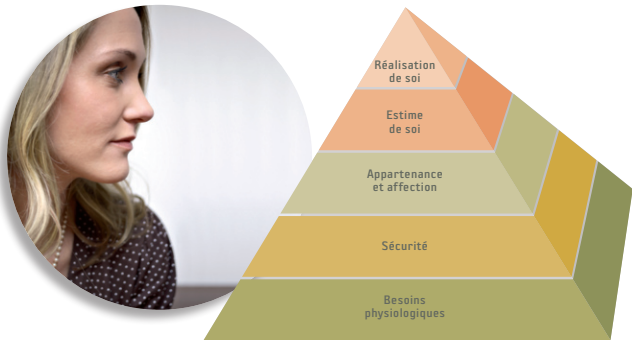
	Allemagne	France	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni
Aegon				o	o
Allianz	o	o	o		
AXA	o	o	o		o
ING				o	
Prudential					o

L'innovation Produit que constituent les *Variable Annuities* devrait permettre à ces acteurs de consolider leur position en augmentant leur volume d'affaires. D'autres assureurs européens se sont d'ores et déjà lancés dans la commercialisation de tels produits, notamment AIG, Metlife, Lincoln et Swiss Life.

Le marché français et les *Variable Annuities*

La retraite sur le marché français

➤ **Depuis quelques années**, la retraite est devenue un enjeu majeur des pays développés, et la France ne déroge pas à la règle. En effet, l'impact combiné de la baisse de la natalité depuis les années 70 et de l'augmentation de l'espérance de vie, donne lieu à un vieillissement de la population et à une explosion du nombre de retraités par rapport à la population active. Si aujourd'hui on compte 2,2 actifs pour un retraité, en 2050 le rapport sera d'environ 1,4, source INSEE.



Pyramide de Maslow

Pour les régimes obligatoires français basés sur le principe de répartition, l'impact sur l'équilibre des régimes est bien entendu très fort. Pour préserver cet équilibre, un processus de réforme est engagé avec des répercussions notamment sur les taux de cotisation, l'âge de départ à la retraite et le taux de remplacement.

Si ce constat a été observé tardivement, le niveau de vie à la retraite constitue aujourd'hui un des sujets de préoccupation principal des Français, toutes catégories socioprofessionnelles confondues : 2^{ème} rang ex-æquo avec le pouvoir d'achat, derrière le chômage, selon un sondage TNS-Sofres. Préserver son niveau de vie à la retraite tout en se prémunissant contre l'érosion du patrimoine transmis, peut être envisagé comme une composante du besoin de sécurité de la pyramide de Maslow, cf ci-contre. Une réponse, via l'assurance, présente donc un intérêt certain pour l'accomplissement de l'individu, et ce quelle que soit sa classe sociale.

Les Français l'ont bien compris : pour un départ à la retraite dans de bonnes conditions, il est aujourd'hui nécessaire de la préparer pendant sa vie active.

Les produits du marché français

→ La **préparation de la retraite** laisse le choix entre les solutions généralistes et/ou les produits dédiés à la retraite. Dans un objectif incitatif de préparation de la retraite, le législateur a mis en place un certain nombre de cadres réglementaires dédiés à des produits orientés exclusivement Retraite. Ceux-ci sont de deux catégories :

- > Les produits individuels : PERP, produit accessible à tous, MADELIN et PREFON réservés à des catégories professionnelles spécifiques.
- > Les produits collectifs : PERCO, PERE et Article 83. Il s'agit ici d'une démarche de l'employeur pour le compte de ses salariés. Ces produits réalisent une percée intéressante, 12 % des salariés actifs y ont accès.

Toutefois, traditionnellement attachés aux comptes sur livrets, les Français ont plébiscité l'assurance vie comme véhicule tout terrain de l'Épargne française. L'assurance vie représente ainsi en 2007 près des deux tiers des placements des Français, pour une collecte totale proche de 140 milliards d'euros. L'épargne en assurance vie est principalement constituée de produits multisupports qui répondent à un vaste panel d'objectifs du fait de leur souplesse et des services généralement associés.

Ainsi pendant la vie active, le produit d'assurance vie, souvent alimenté via des versements programmés, peut permettre de se constituer un capital, que ce soit dans l'objectif de financer un projet, de se constituer une épargne de précaution ou bien de préparer sa retraite. En cas de perception d'un capital important, notamment par héritage, le produit d'assurance vie va être largement utilisé comme outil pour faire fructifier ce capital.

En phase de retraite, le produit multisupports pourra faire l'objet d'une transformation en rente viagère ou plus fréquemment de rachats partiels programmés pour constituer un complément de revenus.

Une grande majorité de ces contrats dispose d'une garantie plancher en cas de décès. Ces produits rentrent donc dans la catégorie des produits GMDB. Les autres garanties sont largement plus marginales, en dehors des PEP en unités de compte sur lesquels la réglementation a prévu une garantie en cas de vie.

Le comportement des assurés en assurance vie

→ **Aujourd'hui**, un actif sur deux épargne en préparation de sa retraite. Le choix de l'assurance vie constitue une solution adéquate. Toutefois, force est de constater que les investissements ne sont pas choisis de manière rationnelle. L'investissement sur le fonds en euros représente aujourd'hui 80% du chiffre d'affaires. Dans un objectif moyen/long terme de prépa-

ration de la retraite, ce comportement, lié à une appétence très modérée des épargnants pour les marchés financiers, peut être remis en cause. En effet, dans un objectif de placement sur le long terme, l'optimisation du rendement passe par un profil d'investissement plus dynamique pour une volatilité modérée.

Une optimisation du couple rendement/risque passe par une exposition forte à la souscription, puis une réallocation progressive des investissements sur le fond en euros. À noter que cette option est obligatoire sur les PERP.

Pour combattre l'aversion au risque de l'investisseur, la meilleure solution reste toutefois de lui proposer des garanties. C'est précisément le rôle des garanties *Variable Annuities* : permettre une politique d'investissements plus volatils, tout en faisant porter le risque de marché sur l'assureur.

L'apparition récente des produits GMWB

→ Dans un objectif de préparation de la retraite, le produit qui a paru le plus intéressant aux assureurs français est le produit GMWB. Fort de son succès aux États-Unis avec sa filiale AXA Equitable, AXA a été le 1er sur le marché français avec le produit Capital Ressources. En 2008, d'autres assureurs ont suivi : ALLIANZ via AGF a sorti le produit Invest4Life et La Mondiale Partenaire est sur le point de lancer Terre d'Avenir.



*le rôle des garanties
Variable Annuities :
permettre une politique
d'investissements plus
volatils, tout en faisant
porter le risque
de marché sur l'assureur.*



Les produits à garantie de revenus GMWB

Les différentes phases

❖ Le produit GMWB, décliné en France, est généralement constitué de 3 phases successives :

- > La phase d'accumulation (facultative).
- > La phase de mise à disposition du complément de ressources.
- > La phase de déclenchement de la rente viagère (uniquement pour les produits GMWB-L).

La phase d'accumulation est une phase d'épargne. L'assuré peut, comme sur un produit multisupports classique, réaliser des versements complémentaires. La durée de cette phase est définie à la souscription. Deux garanties peuvent exister : la garantie de revalorisation et la garantie cliquet.

Dans le cadre de la garantie de revalorisation, l'assureur garantit un complément de ressource calculé au minimum sur la base des versements revalorisés à un taux défini à l'adhésion.

Pour la garantie cliquet, l'assureur peut augmenter l'assiette de calcul des revenus garantis si l'épargne constituée excède les primes versées à des dates prédéterminées, en fonction de la périodicité du cliquet. Au terme de la phase d'accumulation, les revenus minimums garantis sont déterminés à partir d'un taux appliqué au maximum entre l'épargne constituée et l'assiette de calcul plancher.

Pendant toute la phase de mise à disposition des revenus, les revenus minimums garantis sont réorientés sur un compartiment sans risque, de type support monétaire, et l'assuré a la capacité de mettre en place des rachats partiels programmés pour percevoir des compléments de ressources.

Les contrats peuvent également comporter une garantie cliquet durant cette phase.

Dans un contrat GMWB, la phase de mise à disposition des revenus a une durée définie à l'adhésion et met un terme au contrat. Si à une date donnée la valeur de rachat du contrat ne permet plus de réorienter le montant du revenu, la garantie se déclenche et prend le relais pour alimenter le support sans risque.

Dans un contrat GMWB-L, cette phase a une durée viagère. Si à une date donnée la valeur de rachat du contrat ne permet plus de réorienter le montant garanti, une rente viagère d'un montant égal au dernier rachat partiel programmé se déclenche. Le décès de l'assuré seul met un terme au contrat.



Fonctionnement type du Variable Annuities Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit (GMWB)



Les profils d'investissement

→ **Le principe général** du produit est que le contrat soit largement investi sur des actifs risqués, afin de maximiser les rendements espérés. Les produits peuvent alors prévoir :

- > Un unique profil d'investissement composé d'un ou plusieurs fonds.
- > Le choix entre plusieurs profils plus ou moins dynamiques, avec des frais croissants en fonction du caractère risqué du profil.

Dans tous les cas, il n'est pas possible d'envisager des produits en gestion libre. Les frais, au titre de la garantie, dépendent nécessairement du niveau d'exposition au risque du profil d'investissement du contrat. Les frais de la garantie sont prélevés directement sur l'épargne constituée du contrat.

Disponibilité

→ **L'épargne constituée** reste disponible pour l'assuré. Celui-ci peut donc effectuer à tout moment un rachat total et mettre fin à son contrat, néanmoins sans garantie sur le montant de ce rachat.

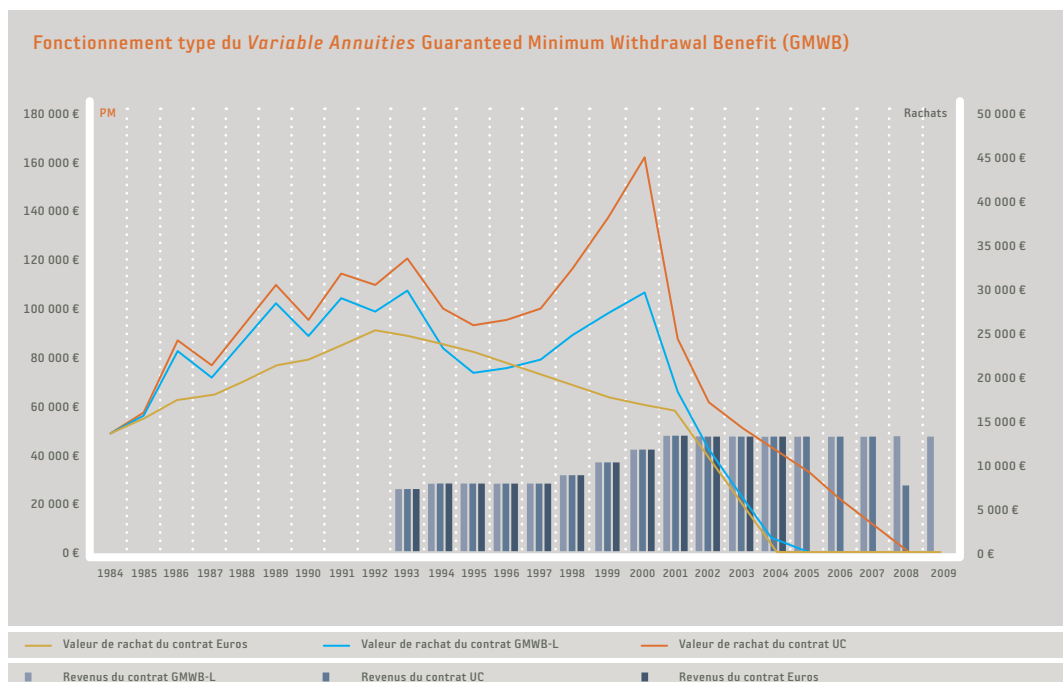
De la même manière en cas de décès, l'épargne constituée est versée aux bénéficiaires désignés. Certains produits peuvent prévoir une garantie plancher.



Positionnement des *Variable Annuities* sur le marché

→ **L'attrait des GMWB** par rapport aux produits classiques du marché tels que les contrats en euros ou en unités de compte peut être mis en avant via un Back Testing sur les 25 dernières années.

Caractéristiques des contrats considérés		
contrats GMWB-L	contrats en UC	contrats en euros
Produit à rachats partiels programmés au bout d'une période de différé, prolongé par une rente viagère en cas d'insuffisance de la valeur de rachat.	Produit garantissant le nombre de parts investies dans chaque unité de compte.	Produit dont l'épargne est garantie à tout moment et revalorisée suivant un taux minimum garanti et la participation aux bénéfices.
> Prime pure unique : 50 000€ > Période de différé : 8 ans > Pourcentage du rachat partiel : 8 % > Effet cliquet > Garantie de rente viagère > Frais de gestion : 1 % > Frais de la garantie de rente : 1,35 % > Part de la prime investie dans un support sans risque : 25 % > Part de la prime investie dans un support risqué : 75 %	> Prime pure unique : 50 000€ > Frais de gestion : 0,9 % > Part de la prime investie dans un support sans risque : 25 % > Part de la prime investie dans un support risqué : 75 % > Rachats partiels programmés égaux à ceux du GMWB-L tant que l'épargne est suffisante	> Prime pure unique : 50 000€ > Taux minimum garanti net : 2 % > Taux de participation aux bénéfices : 85 % > Frais de gestion : 1,2 % > Part de la prime investie dans un support sans risque : 80 % > Part de la prime investie dans un support risqué : 20 % > Rachats partiels programmés égaux à ceux du GMWB-L tant que l'épargne est suffisante



Bien que l'augmentation de la valeur de rachat du contrat GMWB-L soit ralentie par la présence de frais élevés, les revenus continuent à être versés, même quand l'épargne devient nulle. En effet, la rente viagère prend le relais et garantit le niveau du dernier rachat partiel.

L'achat d'un GMWB-L implique un coût d'investissement supérieur aux autres produits d'épargne mais il permet de bénéficier d'une espérance de rendement élevé, tout en se protégeant d'un contexte défavorable grâce à la garantie de revenus.

Couverture financière des garanties

Couverture financière de l'engagement de l'assureur : Le Hedging

En proposant des garanties nouvelles avec les *Variable Annuities*, les assureurs répondent à de réelles attentes des assurés. Pour ce faire, ils s'exposent dans le même temps à de nouveaux risques. Les besoins de couverture, en anglais hedging, de ces nouveaux engagements sont multiples.

En premier lieu, les garanties proposées dans l'offre de *Variable Annuities* présentent un risque économique certain. Pour un seul contrat, le coût maximal d'une garantie de revenus, GMWB, dépasse le montant des versements effectués par l'assuré. Si les propriétés de la mutualisation limitent évidemment ce risque dans la plupart des cas, il n'en demeure pas moins un risque sur les queues de distribution trop important pour être conservé par l'assureur.

Les règles comptables et prudentielles tendent également à inciter les assureurs à couvrir leurs engagements au titre des *Variable Annuities* en leur permettant d'atténuer ou de contrebalancer, en anglais

offsetting, l'évaluation de ces garanties par tout ou partie des couvertures engagées. L'économie de provisions qui en résulte justifie souvent à elle seule la mise en place de hedging.

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

Les années à venir verront la généralisation, au sein des compagnies, de cellules de hedging, au même titre que des services ALM se sont développés pour le management du risque de désadossement. Structurées en véritables centres de profit, elles seront en charge de la couverture des garanties, à composante financière, proposées aux assurés vie.

L'établissement de tels services présuppose un investissement évident. Le montant à engager peut d'ailleurs se révéler important, notamment au regard des compétences spécialisées et coûteuses, et de la vive concurrence qu'oppose le secteur bancaire pour ces compétences.

Pourtant, il n'est pas opportun de voir une cellule de hedging seulement comme une charge de fonctionnement à des fins de contrôle des risques. Disposer de telles structures peut se révéler un avantage concurrentiel pour profiter pleinement du potentiel de croissance du marché des *Variable Annuities*. En effet, en contribuant à atténuer la variabilité des flux de marge que l'on peut attendre de ces garanties, le hedging justifie l'économie des « chargements pour incertitudes » qui représentent une part de premier ordre dans l'établissement du tarif commercial.

La mise en oeuvre pratique d'une stratégie financière de couverture des flux de passif prévisionnels liés aux *Variable Annuities* reste une activité techniquement complexe. En effet, ces garanties associées à des contrats d'assurance vie engagent l'assureur sur des horizons longs, parfois de plus de quarante ans. Dans le même temps, les échéances et maturités des futures sur indices, des diverses options d'achat/vente sur indices ou sur les titres qui les composent,

des swaps de taux et autres produits dérivés, s'échelonnent sur de courtes durées ne dépassant que très rarement les cinq années. Il en résulte, dans le cas général, une impossibilité technique de couvrir intégralement la garantie par une position répliquante figée une fois pour toute. Aussi, le terme « hedging » s'entend le plus souvent en tant que couverture dynamique d'un nombre limité de paramètres.

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



Pourquoi des *Variable Annuities* en LPS en France ?

➔ Parmi les premiers produits *Variable Annuities* de type GMWB distribués en France, plusieurs l'ont été à travers des montages de Libre Prestation de Services ou de Libre Prestation d'Etablissement à partir d'un autre Etat membre de l'UE, plus particulièrement d'Irlande.

Plusieurs facteurs expliquent ce choix, ils sont principalement de trois natures : économiques, pratiques ou réglementaires.

Arguments économiques

Ils touchent à la compétitivité fiscale et structurelle des différents membres en matière d'activité d'assurance :

Aspects fiscaux

Les règles fiscales et comptables applicables à l'activité exercée en LPS sont celles du pays d'origine, le siège, qui peuvent différer sensiblement de celles du pays de distribution :

- ➔ Imposition des bénéfices sociaux.
- ➔ Taux de cotisations sociales, pour le personnel administratif basé dans le pays d'origine.
- ➔ Taxe professionnelle.

- ➔ Taxes spécifiques à l'activité d'assurance, contribution spéciale des institutions financières.
- ➔ Taxes sur les salaires.

Aspects structurels

Les activités de gestion des contrats, de mise en oeuvre et de maintenance du système d'information, l'appel aux prestataires et sociétés de conseil ou plus simplement les frais structurels des fonctions siège sont directement dépendantes des conditions rencontrées dans le pays d'origine :

- ➔ Niveau des salaires.
- ➔ Niveau de formation et de disponibilité de la main d'œuvre.
- ➔ Législation sur le travail.

Arguments pratiques

Le développement et la commercialisation de garanties novatrices plus ou moins standardisées à l'échelle européenne peut permettre de tirer profit des économies d'échelle engendrées d'une part par l'utilisation d'un système de gestion moderne et unique, hedging, et, d'autre part, par la mise en oeuvre de processus de gestion administrative uniformisés.

Arguments réglementaires

Si l'on fait abstraction de la capacité dont dispose le pays de commercialisation d'invoquer la notion de préservation de l'intérêt général pour tenter d'imposer, à la libre appréciation de la Cour de Justice Européenne, l'utilisation de principes réglementaires différents, le contrôle et la surveillance prudentielle des activités exercées en LPS sont placés sous l'autorité des organes de contrôle du pays d'origine.

Pour le cas précis des *Variable Annuities*, de nombreux acteurs du marché ont invoqué l'incertitude entourant la réécriture de l'article L331-2 de notre code des assurances comme confortant leur choix de

distribution par le biais de la LPS. En effet, les assurés expriment un vif intérêt pour des produits d'épargne offrant conjointement des garanties en cas de décès et en cas de vie.

En disposant que « (...) la valeur de rachat est égale à la provision mathématique dans la limite (...) du montant assuré en cas de décès », l'article L331-2 a induit le risque réglementaire d'offrir aux assurés la capacité de racheter, au moins en partie, la provision représentative de l'engagement au titre de la garantie de revenus dès lors que l'évolution du niveau d'épargne du contrat l'aurait amenée à un niveau inférieur au montant garanti en cas de décès.

Contrats diversifiés versus *Variable Annuities*

L'innovation apportée par les *Variable Annuities*, et notamment les contrats à garantie de revenus, semble de nature à occulter l'offre, certes peu abondante, des contrats diversifiés. Les fondements techniques et commerciaux de cette nouvelle offre qui séduit les assureurs sont basés sur une amélioration du couple Rendement/Risque et un package de garanties pour les assurés.

complexité évidente de la formule induisant une difficile compréhension par le grand public et des coûts de mise en oeuvre très significatifs pour l'adaptation de la plupart des systèmes de gestion.

Les *Variable Annuities* sont-ils équivalents, sur le principe, aux contrats diversifiés ? La FFSA décrit ces derniers comme des contrats en UC avec des garanties : de ce point de vue, oui, nous sommes dans le même registre. Sont-ils une alternative aux contrats diversifiés ? En réalité, nous pouvons envisager que le contrat diversifié soit un *Variable Annuities* à part entière, non pas un GMWB mais un GMSB, (Guaranteed Minimum Surrender Benefit), c'est-à-dire un contrat offrant une garantie en capital lors d'un rachat à une certaine date.

Plutôt qu'une alternative, le *Variable Annuities* GMWB, qui s'adresse de préférence à une clientèle aisée et en fin de carrière, peut être le complément logique du contrat diversifié qui lui s'adresse à une clientèle recherchant l'accumulation d'un capital. Cependant, l'approche marketing des assureurs semble positionner les *Variable Annuities* à garantie de revenus également comme des outils packagés et complets offrant un support performant aux phases d'acquisition et de restitution des capitaux ; ceci notamment avec la possibilité récente en France de pouvoir verser des primes régulières sur un GMWB, et ainsi devenir une réelle alternative aux contrats diversifiés.

“
Plutôt qu'une alternative,
le *Variable Annuities* GMWB,
qui s'adresse de préférence
à une clientèle aisée et en fin
de carrière, peut être le complément
logique du contrat diversifié
qui lui s'adresse à une clientèle
recherchant l'accumulation
d'un capital.”

Les contrats diversifiés issus de la loi pour la confiance et pour la modernisation de l'économie de 2005 reprennent en partie le principe des contrats eurodiversifiés défini par la loi Fillon de 2003 sur les PERP. Avec cette innovation majeure, le législateur a suivi un double objectif : d'abord macroéconomique, en voulant favoriser les investissements en actions issus de l'épargne des ménages, montant colossal de 136,4 milliards d'euros en 2007, et microéconomique, en proposant au grand public de bénéficier d'un rapport Rentabilité/

Risque optimisé. Dans le principe, il s'agit de fournir une garantie en capital au terme du contrat tout en utilisant des mécanismes complexes d'investissements en actions, via la provision de diversification notamment, en cours de vie du contrat. Les objectifs sont louables et les mécanismes semblent, en théorie, efficaces. En pratique, force est de constater que le succès attendu n'est pas au rendez-vous : très peu de compagnies ont commercialisé les contrats diversifiés. Deux raisons principales sont constatées : la

Fonds structurés

Les contrats *Variable Annuities* garantissent, via un contrat d'assurance et une couverture financière adéquate, le versement de revenus minimaux. Cette option, qui se déclenche en cas de baisse des marchés financiers, est vue comme une garantie assurantielle comportant un aléa.

Les risques identifiés sont les risques financiers, les risques de mauvaise tarification, les risques liés au comportement des assurés et le risque de liquidité. Ce sont des risques normalement bien maîtrisés par les assureurs. Cependant, au regard des nouveaux produits financiers disponibles, cette garantie pourrait être modélisée comme un fonds structuré détachant des revenus définis. La garantie ne serait plus alors rattachée au contrat mais au support financier proposé.

La gestion d'un fonds structuré peut être prudente et permet de recouvrer un capital minimum en plaçant une partie de l'investissement sur des fonds monétaires ou obligataires. Cela impose une espérance de rendement plus faible que des unités de compte.

Une gestion plus agressive permet grâce à des placements réactifs aux marchés financiers une surperformance, mais avec une probabilité en perte de capital nettement plus importante. Un premier contraste avec l'espérance de gains élevés tout en garantissant le capital des *Variable Annuities*.

Le fonds structuré rentre dans une politique d'investissement sur le long terme. L'offre de gestion est de facto limitée, ce qui est un réel manque de souplesse pour l'assuré. La période de commercialisation des fonds, du fait de la modélisation, est généralement limitée dans le temps, ce qui oblige une gestion de différentes générations de supports.

De plus, les conditions de ces produits financiers imposent des horizons lointains d'investissement, ce qui peut bloquer son épargne, et donc fournir une faible liquidité. Ainsi les *Variable Annuities* correspondent à des produits d'assurance proposant une gestion et une offre d'investissement claires et souples pour le client où la partie financière sera un point essentiel dans la couverture de la garantie, hedging.



“

les Variable Annuities correspondent à des produits d'assurance proposant une gestion et une offre d'investissement claires et souples

”



Conclusion

→ Le marché américain des retraites a été précurseur des besoins actuels et à venir du marché européen : les compléments de retraite impératifs relevant d'un effort d'épargne individuel deviennent incontournables et la prise de conscience de ce phénomène est maintenant bien réelle. Le dossier technique d'Optimind sur les Retraites, du mois de septembre 2008, décrit bien ces différents aspects, disponible sur www.optimind.fr.

L'attrait de l'enveloppe fiscale en assurance vie, tout en restant bien un argument fort, ne s'avère plus suffisant pour positionner les produits classiques multisupports du marché comme une réponse aux attentes légitimes des souscripteurs, ceci malgré un perfectionnement croissant de ces produits notamment dans les nombreuses possibilités offertes en termes de gestion financière des supports en unités de compte.

Dans le même temps, sur des horizons de placement long terme, les épargnants exigent, à juste titre, de pouvoir bénéficier de conditions de rendements de meilleures tenues que celles offertes par les supports en euros. La crise financière observée en 2008 catalyse ces aspects et met en exergue l'absolue nécessité de pouvoir bénéficier de planchers, non plus seulement en cas de décès, mais également en cas de vie sur le capital et les revenus des contrats.

Ces différents arguments militent pour un succès pérenne de l'offre de *Variable Annuities* sur le marché français en particulier, européen en général. Au-delà d'une garantie de revenus obtenue par le versement d'une prime unique significative, souvent réallouée à partir de contrats d'épargne existants, nous allons constater dans les prochaines années l'émergence de contrats permettant dans les mêmes conditions de restitutions, l'acquisition progressive d'une épargne avec un couple Rendement / Risque optimisé. D'une garantie en capital offerte par les contrats diversifiés, donc de type GMSB, à la garantie de revenus des GMWB, tous deux appartenant à la famille des *Variable Annuities*, la constitution de produits hybrides sera incontournable. La nouvelle offre proposée par Axa et son produit Accumulator Retraite est un premier pas vers cela, avec la possibilité de primes périodiques qui complètent un capital de départ, dans le but ultime d'obtenir des revenus garantis tout au long de sa vie.



optimind ::

Qui sommes-nous ?

Société d'actuariat conseil, OPTIMIND est un interlocuteur de référence pour les assureurs, mutuelles, banques et grandes entreprises qui souhaitent un partenaire métier les accompagnant dans leurs projets.

Ethique, déontologie, expertise, méthode et pragmatisme sont les valeurs clefs qui animent la cinquantaine d'actuaire, consultants et ingénieurs d'OPTIMIND.

Nos clients bénéficient ainsi d'une prestation de qualité associée à la signature d'une société de conseil reconnue.

OPTIMIND s'organise autour de quatre métiers :

- > L'actuariat conseil
- > L'assistance à maîtrise d'ouvrage
- > Le décisionnel
- > L'IT

Concepteur de valeur ajoutée

Actuariat, décisionnel, systèmes d'information & employee benefits

Optimind

2 rue du Fbg Poissonnière
75010 Paris
T / 01.48.01.91.66
F / 01.48.01.08.82

www.optimind.fr