

# RAPPORT EMBEDDED VALUE AU 31 DECEMBRE 2012



## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>Introduction .....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Résultats .....</b>	<b>4</b>
2.1	<i>MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2012 .....</i>	<i>4</i>
2.2	<i>VNB au 31 décembre 2012 .....</i>	<i>5</i>
2.3	<i>Sensibilités .....</i>	<i>7</i>
2.4	<i>Analyse des écarts Groupe .....</i>	<i>8</i>
2.5	<i>Operating Free Cash Flow .....</i>	<i>10</i>
2.6	<i>IDR Implied Discount Rate .....</i>	<i>10</i>
<b>3.</b>	<b>Résultats détaillés par pays .....</b>	<b>11</b>
3.1	<i>VIF par pays au 31 décembre 2012 .....</i>	<i>11</i>
3.2	<i>VNB au 31 décembre 2012 .....</i>	<i>11</i>
3.2.1	<i>Volume APE .....</i>	<i>11</i>
3.2.2	<i>VNB par pays au 31 décembre 2012 .....</i>	<i>12</i>
3.3	<i>Sensibilités .....</i>	<i>14</i>
3.3.1	<i>Sensibilités VIF .....</i>	<i>14</i>
3.3.2	<i>Sensibilités VNB .....</i>	<i>14</i>
3.4	<i>Analyse des écarts par pays .....</i>	<i>15</i>
<b>4.</b>	<b>Méthodologie .....</b>	<b>19</b>
4.1	<i>Périmètre Couvert .....</i>	<i>20</i>
4.2	<i>Actif Net Réévalué .....</i>	<i>21</i>
4.2.1	<i>Capital Requis .....</i>	<i>21</i>
4.2.2	<i>Free Surplus .....</i>	<i>21</i>
4.3	<i>Valeur d'In-Force .....</i>	<i>22</i>
4.3.1	<i>PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs .....</i>	<i>22</i>
4.3.2	<i>Coût de friction du capital requis .....</i>	<i>22</i>
4.3.3	<i>Valeur Temps des Options et Garanties .....</i>	<i>22</i>
4.3.4	<i>Coût des risques résiduels non répliquables .....</i>	<i>23</i>
4.4	<i>Valeur du New Business .....</i>	<i>24</i>
4.4.1	<i>Définition des affaires nouvelles .....</i>	<i>24</i>
4.4.2	<i>Méthodologie .....</i>	<i>24</i>
4.4.3	<i>APE Annual Premium Equivalent .....</i>	<i>25</i>
4.5	<i>Sensibilités .....</i>	<i>25</i>
<b>5.</b>	<b>Hypothèses .....</b>	<b>27</b>
5.1	<i>Hypothèses financières .....</i>	<i>27</i>
5.1.1	<i>Courbe de référence .....</i>	<i>27</i>
5.1.2	<i>Calibrage du modèle de taux .....</i>	<i>28</i>
5.1.3	<i>Calibrage du modèle actions .....</i>	<i>28</i>
5.1.4	<i>Hypothèses financières du Brésil .....</i>	<i>28</i>
5.2	<i>Taux d'imposition .....</i>	<i>29</i>
5.3	<i>Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables .....</i>	<i>29</i>
5.4	<i>Hypothèses non économiques .....</i>	<i>29</i>
5.4.1	<i>Evaluation des frais généraux .....</i>	<i>29</i>
5.4.2	<i>Hypothèses de sinistralité et de persistance .....</i>	<i>29</i>
<b>6.</b>	<b>Evolution de la MCEV<sup>®</sup> depuis le 31/12/2007 .....</b>	<b>30</b>
6.1	<i>Historique MCEV<sup>®</sup> .....</i>	<i>30</i>
6.2	<i>Historique VNB .....</i>	<i>30</i>
<b>7.</b>	<b>Opinion Milliman .....</b>	<b>31</b>

## 1. Introduction

Depuis 1999, la communication financière du groupe CNP Assurances intègre la publication de la valeur intrinsèque des contrats en portefeuille (Embedded Value) et de la valeur des affaires nouvelles (New Business). Le périmètre couvert concerne l'ensemble des entités du Groupe contribuant significativement à la valeur, CNP Assurances et ses filiales en France et à l'international.

Ces indicateurs offrent une vision actualisée des profits futurs que l'assureur peut attendre de son portefeuille en stock. Au travers de la valeur du New Business, un zoom est réalisé sur les affaires nouvelles souscrites au cours de l'année.

Les valeurs publiées reposent sur une méthodologie dite « Market Consistent ». Les calculs réalisés par le groupe CNP Assurances sont conformes aux normes MCEV<sup>®1</sup> édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » à l'exception de la valorisation de Caixa Seguros qui demeure basée sur une méthodologie traditionnelle.

Ces travaux de valorisation font l'objet d'une revue méthodologique et d'une vérification de la cohérence des résultats conduisant à une certification par le cabinet Milliman.

Les sensibilités MCEV<sup>®</sup> sont par ailleurs présentées dans les annexes IFRS 7 aux états financiers et font l'objet, à ce titre, d'un audit des commissaires aux comptes.

---

<sup>1</sup> Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

## 2. Résultats

### 2.1 MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2012

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€ -	MCEV <sup>®</sup> 2012 avant distribution de dividendes 2012		MCEV <sup>®</sup> 2011 après distribution de dividendes 2011 et effet dilutif		Variation avant distribution de dividendes 2012		MCEV <sup>®</sup> 2011 avant distribution de dividendes 2011	
	M€	€ / Action <sup>2</sup>	M€	M€	M€	%	M€	€ / Action <sup>2</sup>
<b>ANR - Actif Net Réévalué</b>	<b>10 671</b>	<b>16,6</b>	<b>9 344</b>	<b>14,6</b>	<b>1 327</b>	<b>14%</b>	<b>9 411</b>	<b>15,8</b>
Capital Requis	8 288	12,9	7 844	12,2	444	6%	7 844	13,2
Free Surplus	2 383	3,7	1 500	2,3	883	59%	1 567	2,6
<b>VIF – Valeur d'In Force</b>	<b>3 184</b>	<b>5,0</b>	<b>2 448</b>	<b>3,8</b>	<b>736</b>	<b>30%</b>	<b>2 448</b>	<b>4,1</b>
Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 134	9,6	5 793	9,0	342	6%	5 793	9,7
Valeur Temps des Options & Garanties	-1 275	-2,0	-1 664	-2,6	389	-23%	-1 664	-2,8
Coût de Friction du Capital Requis	-1 075	-1,7	-1 080	-1,7	5	-1%	-1 080	-1,8
Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-0,9	-601	-0,9	0	0%	-601	-1,0
<b>MCEV<sup>®</sup> - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>13 855</b>	<b>21,6</b>	<b>11 792</b>	<b>18,4</b>	<b>2 063</b>	<b>17%</b>	<b>11 859</b>	<b>20,0</b>

La valeur de la MCEV<sup>®</sup> 2012 de CNP Assurances s'établit à 13 855 M€ en hausse de 17% par rapport à la valeur 2011 après dividendes. Cette évolution s'appuie sur une hausse de l'ANR à hauteur de 14% portée par le résultat dégagé au titre de l'année 2012 et par l'augmentation des plus-values latentes des actifs en représentation des capitaux propres.

La valeur de portefeuille croît de 30%, bénéficiant de l'amélioration des marchés financiers : le surplus de richesses associé à la baisse des volatilités se traduit par une hausse des profits attendus couplée à une diminution du coût de l'option de rachat.

Une analyse détaillée des principaux facteurs explicatifs des changements observés est présentée dans les sections suivantes. Le chapitre 3 présente en particulier la décomposition des valeurs d'In Force par pays.

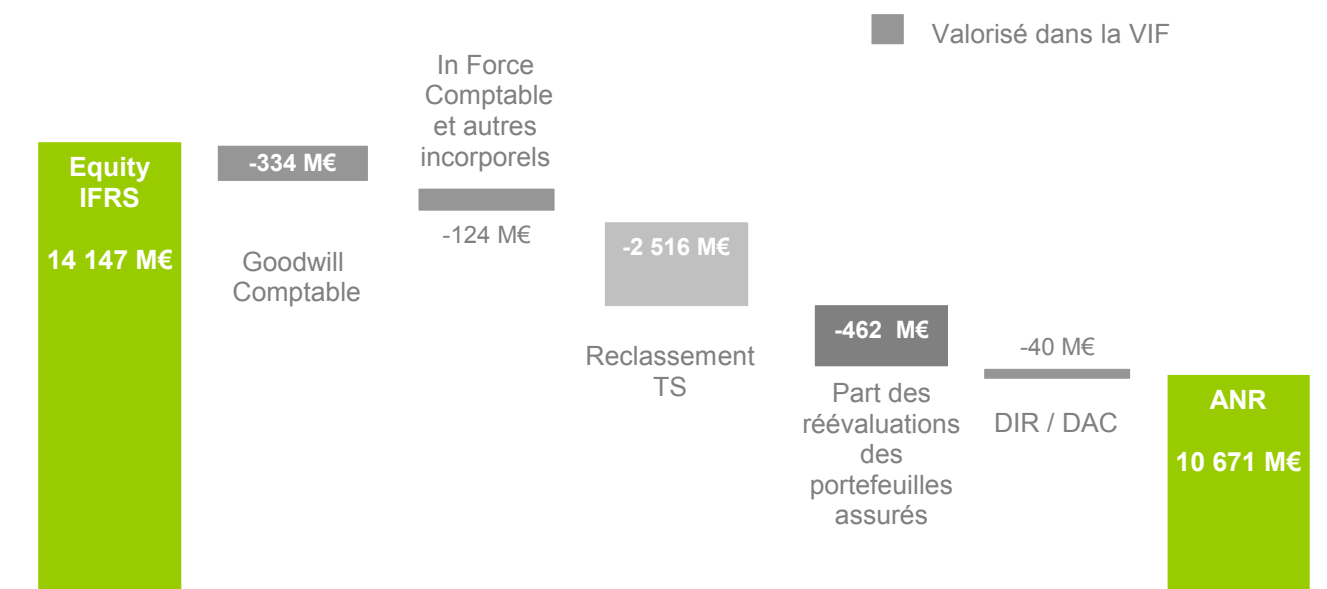
- **Actif Net Réévalué**

L'ANR se déduit des capitaux propres comptables IFRS après retraitement des éléments suivants :

- l'élimination des actifs incorporels notamment les Goodwill et accords de distribution, les In Force comptables et les DAC,
- la déduction de la part des réévaluations des portefeuilles assurés valorisées par ailleurs dans la VIF, ainsi que la réintégration de la part des actionnaires dans les plus-values latentes non prises en compte en IFRS (immobilier et titres HTM),
- et le reclassement des titres subordonnés.

<sup>2</sup> Nombre d'actions au 31/12/2012 : 641 508 774 (594 151 292 actions au 31/12/2011).

Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS versus l'Actif Net Réévalué au 31 décembre 2012 :



## 2.2 VNB au 31 décembre 2012

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€ -	2012		2011		Variation	
	M€	€ / Action	M€	€ / Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	491	0,8	631	1,1	-140	-22%
Valeur Temps des Options & Garanties	-87	-0,1	-117	-0,2	30	-26%
Coût de Friction du Capital Requis	-54	-0,1	-83	-0,1	29	-35%
Coûts des Risques Non Réplicables	-53	-0,1	-69	-0,1	17	-24%
<b>Valeur New Business</b>	<b>297</b>	<b>0,5</b>	<b>362</b>	<b>0,6</b>	<b>-64</b>	<b>-18%</b>
APE <sup>3</sup>	2 573		2 938		-365	-12%
VAP <sup>4</sup>	22 804		25 491		-2 686	-11%
Ratio APE	11,6%		12,3%		-0,7%	-6%
Ratio VAP	1,3%		1,4%		-0,1%	-8%

La valeur des affaires nouvelles 2012 s'établit à 297 M€ en baisse de 18 %. Ne bénéficiant pas, compte tenu de la méthodologie stand alone, du stock de richesse initiale (plus-values latentes et provisions pour participation aux

<sup>3</sup> L'APE est un indicateur de volume de production, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres souscrits dans l'année auquel s'ajoute le montant des primes périodiques annualisées souscrites dans l'année.

<sup>4</sup> La VAP correspond à la valeur actuelle des primes projetées liées aux affaires nouvelles.

excédents), elle pâtit de la baisse des taux d'intérêt et du recul de la collecte dans un marché qui se contracte en Europe.

L'évolution de l'APE traduit la baisse du chiffre d'affaires sur les marchés européens dans lesquels les filiales du Groupe sont implantées.

Les évolutions détaillées par pays sont présentées à la section 3.2 de ce rapport.

Le ratio APE du Groupe diminue à 11,6%. La part de l'International représente désormais 21,9% du volume APE en 2012 contre 22,8% en 2011.

Le tableau ci-dessous présente une analyse détaillée des principaux vecteurs d'évolution de la valeur :

	VNB	Variation	Ratio APE
<b>New Business 2011</b>	<b>362</b>		<b>12,3%</b>
Mise à jour du modèle	364	3	12,4%
Mise à jour du volume APE	324	-40	12,4%
Mise à jour du Mix Produit	332	8	12,7%
Mise à jour de l'expérience	387	54	14,8%
Mise à jour des marchés financiers	320	-66	12,2%
Mise à jour de la fiscalité	314	-7	12,0%
Mise à jour du taux de change	297	-16	11,6%
<b>New Business 2012</b>	<b>297</b>	<b>-64</b>	<b>11,6%</b>

La mise à jour du volume APE par entité impacte négativement la valeur des affaires nouvelles pour 40 M€.

L'effet mix produit 2012 s'avère quasi neutre sur la valeur, mais résulte de deux effets compensateurs :

- d'une part la baisse de la part des contrats d'épargne en unités de compte en France associée à la baisse des crédits à l'habitat impactant l'assurance emprunteur sur l'ensemble des entités européennes ;
- d'autre part, le dynamisme de la souscription en prévoyance sur l'ensemble du Groupe et de l'activité emprunteur au Brésil.

La mise à jour des données d'expérience se traduit par une croissance de valeur de 54 M€, en particulier en France, du fait de la révision des tarifs en prévoyance collective, et des garanties de taux octroyées dans certains produits d'épargne, ainsi que d'une meilleure appréhension des risques en assurance emprunteur.

L'impact majeur est d'ordre économique : la mise à jour des marchés financiers entraîne une baisse de 2,6 points du ratio APE essentiellement liée à la baisse des taux.

La mise à jour de la fiscalité et du taux de change conduit à une baisse de valeur cumulée de 23 M€.

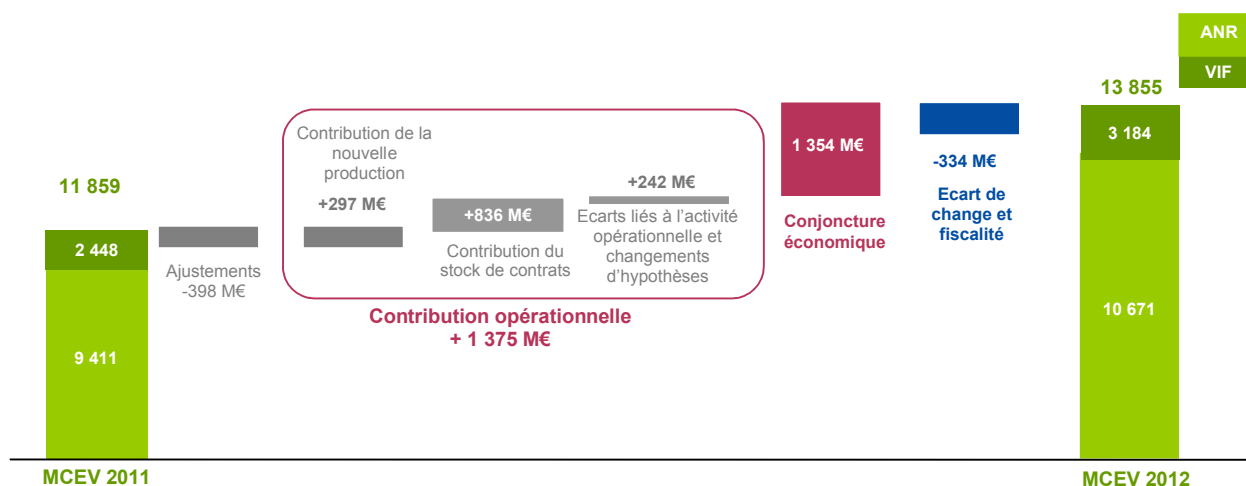
## 2.3 Sensibilités

Les sensibilités présentées ci-dessous sont conformes aux exigences du CFO Forum.

<i>Normes MCEV<sup>®</sup></i> <i>- M€ -</i>	<b>ANR</b>	<b>VIF</b>	<b>MCEV</b>	<b>VNB</b>
<b>MCEV - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>10 671</b>	<b>3 184</b>	<b>13 855</b>	<b>297</b>
Courbe des taux + 100bp	-332	46	-286	39
Courbe des taux - 100bp	326	-582	-256	-161
Prime de liquidité + 10bp		63	63	8
Actions -10%	-306	-341	-647	
Rachats -10%		154	154	29
Coûts -10%		412	412	33
Capital Requis		96	96	4
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-92	-92	-5
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		141	141	57
Volatilité taux +25%		-546	-546	-31
Volatilité actions +25%		-258	-258	-20

La méthodologie d'application des sensibilités est détaillée dans la partie 4.5 de ce rapport.

## 2.4 Analyse des écarts Groupe



L'analyse des écarts met en exergue la contribution significative de **l'activité opérationnelle** sur l'évolution de la MCEV<sup>®</sup> entre 2011 et 2012. Bien qu'en baisse, elle demeure robuste à 1 375 M€, et se décompose en :

- un montant de 297 M€ attribué à la nouvelle production,
- une contribution de 836 M€ du stock de contrats en portefeuille au 31/12/2011,
- et des écarts liés à l'activité opérationnelle et des changements d'hypothèses pour un montant de 242 M€.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2012 par une hausse de 1 354 M€ affectée au niveau du poste « **conjoncture économique** ». Le resserrement des spreads des titres souverains combiné à la hausse du marché action se traduit par une hausse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs. Le surplus de richesses à distribuer associé à la baisse des volatilités conduit à une hausse des profits attendus couplée à une diminution du coût de l'option de rachat.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV<sup>®</sup> de 13 855 M€ proviennent de la mise à jour du taux de change euro/réal pour un montant négatif de 196 M€ et de la mise à jour de la fiscalité pour un montant négatif de 138 M€.

Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la valeur de portefeuille (Value In Force) et l'ANR, ce dernier étant lui-même décomposé entre le Capital Requis et le Free Surplus. Ces deux dernières notions sont issues des normes de publication de la MCEV<sup>®</sup> définies au sein du CFO Forum. Le Capital Requis correspond au capital nécessaire à l'exercice de l'activité d'assureur selon des critères propres à chaque compagnie. CNP Assurances a fixé le niveau de capital requis à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I), financé à hauteur de 39,4% par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.



- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital Requis	VIF	MCEV
<b>MCEV 2011</b>	<b>9 411</b>	<b>1 567</b>	<b>7 844</b>	<b>2 448</b>	<b>11 859</b>
Ajustements initiaux	-332	-340	9	-67	-398
<b>MCEV 2011 ajustée</b>	<b>9 079</b>	<b>1 226</b>	<b>7 853</b>	<b>2 382</b>	<b>11 461</b>
Contribution de la nouvelle production	-106	-906	800	404	297
Contribution du stock de contrats	46	46	0	790	836
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	883	1 494	-611	-883	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	138	-38	176	81	219
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	23	23
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>960</b>	<b>596</b>	<b>364</b>	<b>414</b>	<b>1 375</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	891	806	85	463	1 354
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-115	-115	0	-22	-138
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>1 735</b>	<b>1 286</b>	<b>449</b>	<b>855</b>	<b>2 591</b>
Ajustements finaux	-144	-129	-14	-53	-196
<b>MCEV 2012</b>	<b>10 671</b>	<b>2 383</b>	<b>8 288</b>	<b>3 184</b>	<b>13 855</b>

Le poste « ajustements initiaux » correspond essentiellement au paiement du dividende 2011, au passage au taux swap comme courbe de référence en Europe du sud et aux améliorations de modèle sur la VIF.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +297 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2012 par les affaires nouvelles pour -106 M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 800 M€.

La contribution du stock de contrats (+836 M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+790 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+46 M€). Par ailleurs, le résultat 2012 rattaché à la VIF du 31/12/2011 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV<sup>®</sup>.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF de 81 M€ principalement sous l'effet de l'allongement de la durée de certains portefeuilles de contrats emprunteurs et de la baisse des rachats au Brésil et en Italie. Au niveau de l'ANR, ils s'élèvent à 138 M€ et résultent essentiellement de produits non récurrents ainsi que d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipée, générant un écart positif entre le résultat réel et le résultat projeté. Ces écarts ont conduit le groupe CNP Assurances à revoir les hypothèses liées à l'activité opérationnelle pour 23 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une augmentation de l'exigence en capital de 176 M€ suite à la diminution de la part des titres subordonnés dans le financement du capital requis de 41,4% à 39,4%.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV<sup>®</sup> de 13 855 M€ sont :

- l'impact de la mise à jour du taux de change pour un montant de -196 M€
- les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle pour -138 M€, principalement l'évolution de la fiscalité française : le relèvement du taux d'impôt sur les sociétés de 34,43% à 36,1% confirmé pour 2013

et 2014, la charge complémentaire à payer au titre de l'*exit tax* sur la réserve de capitalisation, et la hausse des contributions sociales des contrats d'épargne.

Une analyse détaillée par pays est présentée dans la section 3.

## 2.5 Operating Free Cash Flow

L'indicateur « Operating Free Cash-Flow », ou Cash flow disponible dégagé par les activités opérationnelles matérialise la capacité du groupe CNP Assurances à dégager du Free Surplus pour :

- payer ses dividendes
- se développer via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

- M€ -	GROUPE 2011	GROUPE 2012
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	835	883
Produits financiers du Free Surplus	48	46
Libération de capital requis vers le Free Surplus	523	611
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	332	-38
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>1 738</b>	<b>1502</b>
Capital requis au titre de la nouvelle production	-843	-800
Résultat attribuable à la nouvelle production	-27	-106
<b>Capital requis au titre des affaires nouvelles</b>	<b>-870</b>	<b>-906</b>
<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>868</b>	<b>596</b>

L'Operating Free Cash Flow demeure robuste à 596 M€. La baisse résulte de la baisse de la part de titres subordonnés dans le financement du capital requis et d'un écart entre résultat projeté et réel moindre qu'en 2011 du fait d'éléments non récurrents comme la dotation à la provision pour participation aux excédents.

- M€ -	GROUPE 2012	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	883	640	242	179	43	15
Produits financiers du Free Surplus	46	10	36	23	6	4
Libération de capital requis vers le Free Surplus	611	553	58	29	21	7
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-38	-141	103	60	27	9
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>1502</b>	<b>1 063</b>	<b>439</b>	<b>292</b>	<b>98</b>	<b>35</b>
Capital requis au titre de la nouvelle production	-800	-717	-82	-60	-15	-7
Résultat attribuable à la nouvelle production	-106	-53	-53	-32	-18	-3
<b>Capital requis au titre des affaires nouvelles</b>	<b>-906</b>	<b>-771</b>	<b>-135</b>	<b>-92</b>	<b>-32</b>	<b>-10</b>
<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>596</b>	<b>292</b>	<b>304</b>	<b>200</b>	<b>66</b>	<b>25</b>

## 2.6 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 6,3% au niveau du groupe CNP Assurances au 31/12/2012 contre 8,1% au 31/12/2011 après prise en compte des ajustements initiaux. Cette variation du taux IDR s'explique principalement par la baisse des taux d'intérêt, de la prime de liquidité et du coût des options. Il est calculé sur la base d'un spread de 20 bp sur la courbe des taux de référence. Les actions et l'immobilier bénéficient d'une prime de risque de 200 bp.

### 3. Résultats détaillés par pays

Le chapitre suivant présente une analyse des principaux indicateurs et des principaux vecteurs d'évolution par pays.

#### 3.1 VIF par pays au 31 décembre 2012

Le tableau ci-dessous présente la décomposition des valeurs d'In-Force par pays :

- M€ -	Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne <sup>5</sup>	
MCEV® 2012	Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 134	5 342	793	647	48	55
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 275	-1 272	-3	0	4	-6
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 075	-1 034	-41	-35	-4	-3
	Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-580	-20	0	-4	-5
	<b>Valeur In Force</b>	<b>3 184</b>	<b>2 455</b>	<b>729</b>	<b>612</b>	<b>44</b>	<b>41</b>
MCEV® 2011	Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 793	4 957	835	575	138	89
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 664	-1 588	-76	0	-73	-3
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 080	-1 033	-47	-28	-12	-7
	Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-541	-59	0	-36	-16
	<b>Valeur In Force</b>	<b>2 448</b>	<b>1 795</b>	<b>653</b>	<b>547</b>	<b>17</b>	<b>62</b>
Δ	M€	<b>736</b>	<b>660</b>	<b>76</b>	<b>65</b>	<b>27</b>	<b>-21</b>
	%	<b>30%</b>	<b>37%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>154%</b>	<b>-34%</b>

La VIF, en hausse de 30%, bénéficie de l'amélioration des marchés financiers en Europe. Le resserrement des spreads sur l'Italie et au Portugal et une amélioration du mix produit sont en partie annulés par la valorisation au taux swap effectuée au 31/12/12<sup>6</sup>. Le Brésil poursuit, quant à lui, sa dynamique de croissance avec une valeur en hausse de 12% (+25% à change constant).

#### 3.2 VNB au 31 décembre 2012

##### 3.2.1 Volume APE

- M€ -	Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
Chiffre d'affaires IFRS 2012	<b>26 460</b>	<b>21 487</b>	<b>4 973</b>	<b>2 877</b>	<b>1 160</b>	<b>577</b>
Chiffre d'affaires IFRS 2011	30 005	23 864	6 141	2 764	1 699	900
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	-12%	-10%	-19%	4%	-32%	-36%
<b>APE 2012</b>	<b>2 573</b>	<b>2 010</b>	<b>563</b>	<b>384</b>	<b>131</b>	<b>44</b>
APE 2011	2 938	2 268	670	453	147	64
Taux d'évolution de l'APE	-12%	-11%	-16%	-15%	-11%	-31%
<b>VAP 2012</b>	<b>22 804</b>	<b>19 641</b>	<b>3 163</b>	<b>1 845</b>	<b>860</b>	<b>432</b>
VAP 2011	25 491	21 875	3 616	2 019	948	587
Taux d'évolution de la VAP	-10%	-10%	-12%	-9%	-9%	-26%

<sup>5</sup> Le poste « Espagne » regroupe les entités BVP Barclays Vida y Pensiones et CNP Vida.

<sup>6</sup> Au 31/12/2011, les entités italiennes, espagnoles et portugaises ont fait l'objet d'une valorisation à partir de la courbe des taux d'emprunts d'Etat.

- **France**

Le volume APE est en baisse de 11% par rapport à 2011, et s'établit à 2 010 M€. Dans un marché français de l'assurance vie en net recul, le volume APE des contrats en euros décroît de 12%, la collecte des contrats en unités de compte subissant une baisse marquée (-44%). La souscription de contrats de prévoyance individuelle demeure robuste (+13%).

- **Brésil**

L'APE de Caixa Seguros est en baisse de 15% (5% à change constant). La branche emprunteur (15% de l'APE total) reste toutefois particulièrement dynamique avec une croissance de 38% sur l'année.

- **Italie**

Dans un contexte de faible croissance économique, le volume APE de CNP Unicredit Vita et de la succursale italienne de CNP Assurances a diminué de 11% pour s'établir à 131 M€ en 2012, en particulier du fait d'une contraction de la collecte sur les contrats en unités de compte. L'orientation du mix produit vers les produits de prévoyance individuelle reste solide.

- **Espagne**

Le volume APE baisse de 31% dans un contexte du marché de l'assurance vie morose en Europe du sud (contraction du chiffre d'affaires sur les produits euros et unités de compte ainsi que des prêts à l'habitat).

### 3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2012

- M€ -	Groupe		France		International		dont Brésil		dont Italie		dont Espagne	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
<b>New Business 2011</b>	<b>362</b>	<b>12,3%</b>	<b>201</b>	<b>8,9%</b>	<b>160</b>	<b>23,9%</b>	<b>119</b>	<b>26,2%</b>	<b>18</b>	<b>12,2%</b>	<b>20</b>	<b>32,1%</b>
Mise à jour du modèle	364	12,4%	210	9,3%	154	22,7%	115	25,4%	19	12,3%	17	27,0%
Mise à jour du volume APE	324	12,4%	186	9,3%	138	22,7%	109	25,4%	16	12,3%	11	25,8%
Mise à jour du Mix Produit	332	12,7%	158	7,8%	175	28,7%	150	34,9%	18	13,8%	5	10,3%
Mise à jour de l'expérience	387	14,8%	208	10,3%	179	29,4%	153	35,5%	19	14,6%	5	10,9%
Mise à jour des marchés financiers	320	12,2%	154	7,7%	166	27,3%	153	35,5%	11	8,0%	1	1,3%
Mise à jour de la fiscalité	314	12,0%	147	7,3%	166	27,3%	153	35,5%	11	8,0%	1	1,3%
Mise à jour du taux de Change	297	11,6%	147	7,3%	150	26,7%	136	35,5%	11	8,0%	1	1,3%
<b>New Business 2012</b>	<b>297</b>	<b>11,6%</b>	<b>147</b>	<b>7,3%</b>	<b>150</b>	<b>26,7%</b>	<b>136</b>	<b>35,5%</b>	<b>11</b>	<b>8,0%</b>	<b>1</b>	<b>1,3%</b>
<b>Evolution</b>	<b>-64</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-54</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-10</b>	<b>2,8%</b>	<b>18</b>	<b>9,3%</b>	<b>-7</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-20</b>	<b>-30,8%</b>

- **France**

Avec un ratio APE de 7,3%, la France voit son mix produit 2012 caractérisé par une diminution de la collecte sur les produits en unités de compte et l'emprunteur. La baisse des taux d'intérêt participe à la baisse de la VNB compte tenu de la méthodologie stand alone appliquée qui ne prend pas en compte les plus-values latentes du portefeuille ou la provision pour participation aux excédents. Ces effets sont partiellement compensés par une révision des tarifs en prévoyance collective et des garanties octroyées dans certains contrats d'épargne en euros, ainsi qu'une meilleure appréciation des risques en assurance emprunteur.

- **Brésil**

La VNB du Brésil croît de 15% à change courant sur l'année (29% à change constant). La baisse de l'APE est fortement compensée par un mix produit orienté sur l'assurance emprunteur et la prévoyance, grâce à la commercialisation de produits d'épargne retraite incluant des garanties de prévoyance. Le ratio APE continue de croître pour atteindre un niveau particulièrement remarquable à 35,5%.

- **Italie**

La VNB de l'Italie est en baisse de 41% sur l'année 2012 (VNB stable à méthodologie constante<sup>7</sup>) pour un ratio APE de 8%. La filiale subit l'environnement économique morose et la baisse des taux d'intérêt, appréciés à partir des taux swap dans le cadre de la valorisation de la VNB au 31/12/12. Le ratio APE des contrats en unités de compte est en progression, porté par la bonne performance de la gamme Uniplan.

- **Espagne**

La VNB de l'Espagne décroît significativement (97%, soit 63% à méthodologie constante<sup>7</sup>). Si le passage à une courbe swap pénalise les rentes individuelles et la gamme épargne en euros, la baisse de la collecte en assurance emprunteur réduit également la valeur des affaires nouvelles.

Le tableau ci-dessous présente la décomposition des indicateurs relatifs à la nouvelle production par pays :

- M€ -		Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
2012	PVFP	491	325	166	147	12	4
	TVOG	-87	-85	-2	0	0	-2
	FCRC	-54	-42	-12	-11	-1	0
	CNHR	-53	-51	-2	0	-1	-1
	<b>VNB</b>	<b>297</b>	<b>147</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>11</b>	<b>1</b>
	<b>Ratio VNB / APE</b>	<b>11,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>35,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,3%</b>
	Ratio VNB / VAP	1,3%	0,8%	4,7%	7,4%	1,2%	0,1%
2011	PVFP	631	441	190	127	31	28
	TVOG	-117	-109	-8	0	-6	-3
	FCRC	-83	-70	-13	-8	-3	-2
	CNHR	-69	-61	-8	0	-5	-3
	<b>VNB</b>	<b>362</b>	<b>201</b>	<b>160</b>	<b>119</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
	<b>Ratio VNB / APE</b>	<b>12,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>23,9%</b>	<b>26,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>32,1%</b>
	Ratio VNB / VAP	1,4%	0,9%	4,4%	5,9%	1,9%	3,5%

<sup>7</sup> Au 31/12/2011, les entités italiennes, espagnoles et portugaises ont fait l'objet d'une valorisation à partir de la courbe des taux d'emprunts d'Etat. Au 31/12/2012, ces entités ont été valorisées à partir de la courbe des taux swap.

### 3.3 Sensibilités

#### 3.3.1 Sensibilités VIF

- M€ -	Groupe	France	Internationa l	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
<b>Valeur de l'In Force</b>	<b>3 184</b>	<b>2 455</b>	<b>729</b>	<b>612</b>	<b>44</b>	<b>41</b>
Courbe des taux + 100bp	46	51	-5	-2	0	-4
Courbe des taux - 100bp	-582	-568	-14	1	-4	-9
Prime de liquidité + 10bp	63	56	7	0	4	2
Actions -10%	-341	-334	-6	0	-6	0
Rachats -10%	154	123	32	24	0	6
Coûts -10%	412	393	19	7	4	6
Capital Requis	96	95	1	0	0	0
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-92	-88	-3	0	0	-3
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	141	108	34	20	4	9
Volatilité taux +25%	-546	-543	-3	0	-3	0
Volatilité actions +25%	-258	-257	0	0	0	0

#### 3.3.2 Sensibilités VNB

- M€ -	Groupe	France	Internationa l	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
<b>Valeur du New Business</b>	<b>297</b>	<b>147</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>11</b>	<b>1</b>
Courbe des taux + 100bp	39	31	8	1	5	2
Courbe des taux - 100bp	-161	-154	-7	-1	-4	-2
Prime de liquidité + 10bp	8	7	1	0	0	0
Rachats -10%	29	20	10	9	0	1
Coûts -10%	33	28	5	3	1	1
Capital Requis	4	4	0	0	0	0
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-5	-5	0	0	0	0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	57	48	9	8	1	1
Volatilité taux +25%	-31	-31	-1	0	-1	0
Volatilité actions +25%	-20	-20	0	0	0	0

### 3.4 Analyse des écarts par pays

- France

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital Requis	VIF	MCEV®
<b>MCEV® 2011</b>	<b>8 214</b>	<b>734</b>	<b>7 480</b>	<b>1 795</b>	<b>10 009</b>
Ajustements initiaux	-272	-269	-3	51	-221
<b>MCEV® 2011 ajustée</b>	<b>7 942</b>	<b>465</b>	<b>7 477</b>	<b>1 846</b>	<b>9 788</b>
Contribution de la nouvelle production	-53	-771	717	201	147
Contribution du stock de contrats	10	10	0	623	633
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	640	1 194	-553	-640	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	45	-141	187	50	96
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	-15	-15
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>643</b>	<b>292</b>	<b>351</b>	<b>219</b>	<b>861</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	839	755	85	412	1 251
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-114	-114	0	-22	-136
<b>Total MCEV® earnings</b>	<b>1 368</b>	<b>933</b>	<b>436</b>	<b>609</b>	<b>1 977</b>
Ajustements finaux	-59	-59	0	0	-59
<b>MCEV® 2012</b>	<b>9 251</b>	<b>1 339</b>	<b>7 912</b>	<b>2 455</b>	<b>11 706</b>

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement du dividende 2011, les améliorations de méthodes et de modèles ainsi que les remontées des dividendes des filiales au titre de l'exercice 2011.

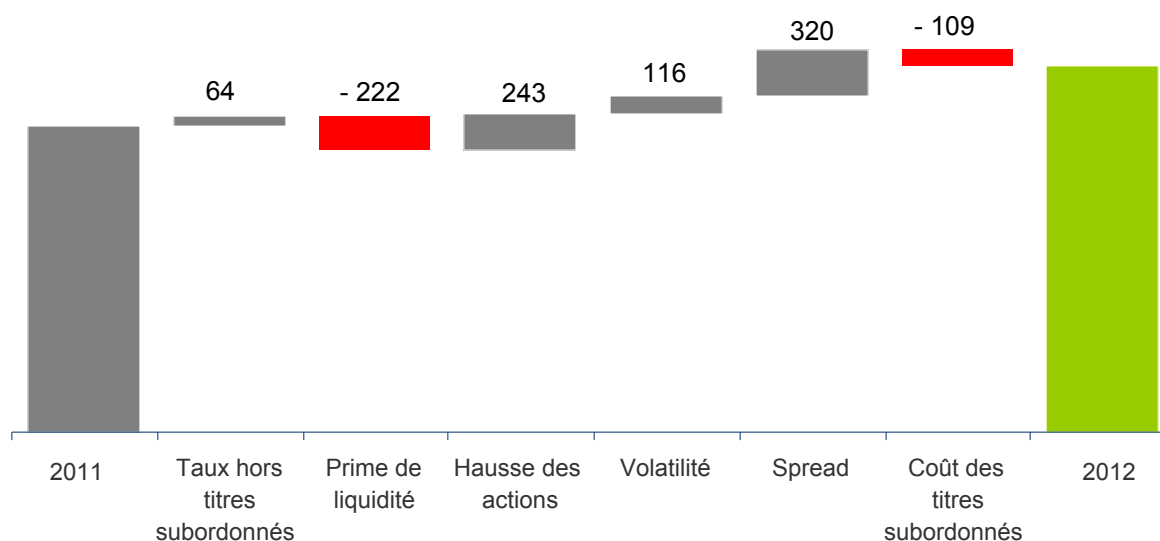
La valeur de la nouvelle production contribue en 2012 à hauteur de +147 M€ à l'évolution de la MCEV®. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 717 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF de 50 M€ principalement sous l'effet de l'allongement de la durée de certains portefeuilles de contrats emprunteurs. Au niveau de l'ANR, ils s'élèvent à 45 M€. Ils résultent essentiellement de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipé. Par ailleurs, le groupe CNP Assurances a revu certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, comme les hypothèses conservatrices retenues concernant les rachats des portefeuilles d'épargne-retraite. Ces révisions d'hypothèses génèrent un impact global de -15 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau du Capital Requis à 187 M€ suite à la baisse relative de la part des titres subordonnés dans le financement du capital requis de 41,4% à 39,4%. Cette baisse se traduit également par une perte au niveau de la VIF.

La conjoncture économique a un effet positif sur la valeur de 1 251 M€ dans un contexte de resserrement des spreads, de hausse des valeurs actions et de baisse de volatilité. Les effets de la conjoncture économique se traduisent essentiellement par une hausse des richesses initiales associée à une baisse du risque de crédit déduit des rendements futurs. Le coût de l'option de rachat présente dans la gamme d'épargne en euro baisse dès lors sensiblement.

La décomposition des effets de la conjoncture économique met en exergue l'impact majeur du resserrement des spreads sur le portefeuille obligataire, de la hausse des valeurs actions, et de la baisse de la volatilité des taux :



Le relèvement du taux d'impôt sur les sociétés de 34,43% à 36,1% confirmé pour 2013 et 2014, la charge complémentaire à payer au titre de l'*exit tax*, associés à la hausse des contributions sociales prélevées sur le rendement des contrats d'épargne impactent la valeur à hauteur de -136 M€.

- **Brésil**

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011</b>	<b>672</b>	<b>512</b>	<b>161</b>	<b>547</b>	<b>1 220</b>
Ajustements initiaux	-53	-53	0	-22	-75
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011 ajustée</b>	<b>619</b>	<b>459</b>	<b>161</b>	<b>525</b>	<b>1 145</b>
Contribution de la nouvelle production	-32	-92	60	168	136
Contribution du stock de contrats	23	23	0	86	109
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	179	209	-29	-179	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	61	60	1	24	86
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	37	37
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>232</b>	<b>200</b>	<b>32</b>	<b>136</b>	<b>368</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	33	33	0	5	37
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	9	9	0	0	9
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>273</b>	<b>241</b>	<b>32</b>	<b>140</b>	<b>414</b>
Ajustements finaux	-85	-71	-14	-53	-138
<b>MCEV<sup>®</sup> 2012</b>	<b>808</b>	<b>629</b>	<b>179</b>	<b>612</b>	<b>1 420</b>

La MCEV<sup>®</sup> ajustée du dividende 2011, des améliorations de méthode et de modèle, s'établit à 1 145 M€. Les affaires nouvelles contribuent pour 136 M€ à change courant à la croissance de la MCEV<sup>®</sup> : les affaires nouvelles diminuent l'ANR de 32 M€ et augmentent la VIF de 168 M€.



Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent

- au niveau de la VIF (24 M€), de rachats plus faibles qu'anticipé ;
- au niveau de l'ANR (61 M€), d'une sinistralité plus faible qu'anticipé notamment sur le portefeuille emprunteur, des mouvements de provisions et des gains de productivité.

Ces éléments ont conduit le groupe CNP Assurances à revoir les hypothèses retenues pour la projection conduisant à un impact positif sur la VIF de 37 M€.

L'effet de la conjoncture économique impacte la valeur de Caixa Seguros de 37 M€ porté par la performance réelle du compte propre par rapport au projeté et l'augmentation des richesses latentes des fonds propres. Le montant de 9 M€ comptabilisé au niveau du poste « autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle » correspond à la différence entre l'impôt effectif et l'impôt calculé sur la base du taux normatif.

La mise à jour du taux de change réduit la MCEV<sup>®</sup> de 138 M€.

- **Italie**

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011</b>	<b>281</b>	<b>153</b>	<b>127</b>	<b>17</b>	<b>298</b>
Ajustements initiaux	0	-12	12	-80	-80
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011 ajustée</b>	<b>281</b>	<b>142</b>	<b>139</b>	<b>-63</b>	<b>218</b>
Contribution de la nouvelle production	-18	-32	15	28	11
Contribution du stock de contrats	6	6	0	63	70
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	43	64	-21	-43	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	18	27	-9	10	28
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	-2	-2
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>-16</b>	<b>55</b>	<b>106</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	2	2	0	51	54
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-11	-11	0	0	-11
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>-16</b>	<b>106</b>	<b>148</b>
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
<b>MCEV<sup>®</sup> 2012</b>	<b>323</b>	<b>200</b>	<b>123</b>	<b>44</b>	<b>366</b>

Le poste « ajustements initiaux » regroupe les améliorations de modèle ainsi que l'utilisation du taux swap comme taux de référence.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +11 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2012 par les affaires nouvelles de -18 M€ du fait de l'escompte de commission versée au réseau. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 15 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent sur l'ANR essentiellement de l'activation et de l'amortissement des DIR et des DAC et de mouvements de provisions, générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et sur la VIF de la baisse des rachats.

Les effets de la conjoncture économique (54 M€) se traduisent par une hausse de la richesse latente des portefeuilles d'actifs consécutive au resserrement des spreads des taux d'emprunts d'Etat italiens enregistrée en 2012. Les impacts liés à la fiscalité se chiffrent à -11 M€.

- **Espagne**

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011</b>	<b>173</b>	<b>103</b>	<b>70</b>	<b>62</b>	<b>235</b>
Ajustements initiaux	0	0	0	-16	-16
<b>MCEV<sup>®</sup> 2011 ajustée</b>	<b>173</b>	<b>102</b>	<b>70</b>	<b>47</b>	<b>219</b>
Contribution de la nouvelle production	-3	-10	7	4	1
Contribution du stock de contrats	4	4	0	15	19
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	15	22	-7	-15	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	6	9	-3	0	6
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	-3	-3
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>22</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	12	13	0	-5	7
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>30</b>
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
<b>MCEV<sup>®</sup> 2012</b>	<b>208</b>	<b>140</b>	<b>67</b>	<b>41</b>	<b>249</b>

L'utilisation des courbes des taux swap comme courbe de référence a conduit à un ajustement de -16 M€. La MCEV<sup>®</sup> ajustée s'établit donc à 219 M€ après ajustements initiaux.

Les affaires nouvelles contribuent pour 1 M€ à la MCEV<sup>®</sup>, selon la décomposition suivante :

- une contribution au résultat 2012 impactant l'ANR pour un montant de -3 M€
- une croissance de la VIF de 4 M€.

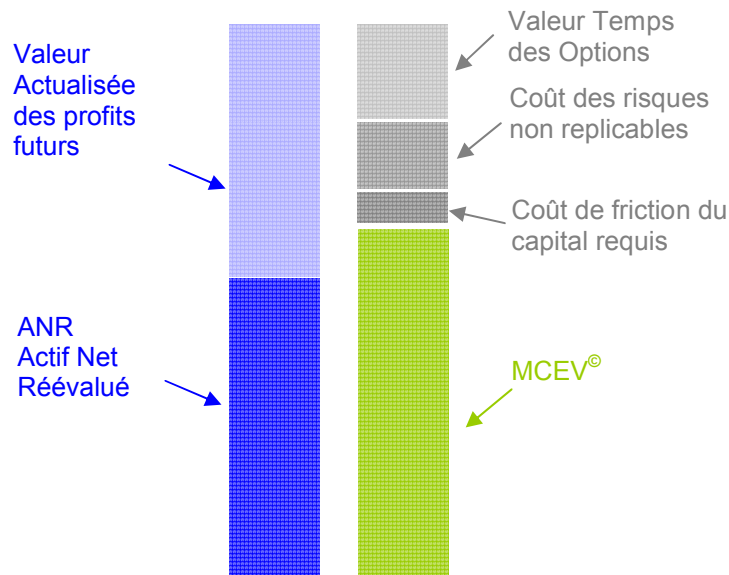
Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent essentiellement de produits liés à une sinistralité réelle plus faible que les estimations du modèle sur les produits emprunteurs.

Les changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle concernent principalement la mise à jour des hypothèses de rachats.

La conjoncture économique impacte positivement la valeur de 7 M€, suite notamment à la baisse des spreads de crédit. La décomposition est la suivante :

- une augmentation de l'ANR pour un montant de 12 M€
- une baisse de la VIF de 5 M€.

## 4. Méthodologie



L'Embedded Value représente la valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation. Cette valeur exclut toute prise en compte de New Business futur. La méthodologie retenue par le groupe CNP Assurances repose sur les normes de calcul MCEV<sup>®8</sup> édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » au mois d'octobre 2009. Ce chapitre détaille les principes appliqués par le groupe CNP Assurances.

<sup>8</sup> Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008.

## 4.1 Périmètre Couvert

Le périmètre couvert concerne l'ensemble des filiales de CNP Assurances contribuant significativement à la valeur, en France et à l'international. Ce périmètre représente 99% des provisions techniques au 31/12/2012.

Zone Géographique	Entités	Quote-part détenue
France	CNP Assurances	Entité consolidante
	CNP IAM	100%
	Préviposte	100%
	ITV	100%
	CNP International	100%
	MFPrévoyance	64,72%
	La Banque Postale Prévoyance	50%
Italie	CNP Unicredit Vita	57,5%
	Succursale Italienne de CNP Assurances	100%
Brésil	Caixa Seguros	51,75%
Espagne	CNP Vida	94,47%
	EstalVida	75,85%
	Barclays Vida y Pensiones <sup>9</sup>	50%
Chypre	Marfin Insurance Holding	50,1%

Les autres entités ont été valorisées sur la base des principes IFRS.

### Activités du groupe :

L'activité du groupe CNP Assurances se concentre principalement sur des activités d'assurance de personnes :

- Epargne Individuelle en Euros et en unités de compte
- Retraite Individuelle
- Prévoyance Individuelle et Collective
- Epargne Retraite Collective
- Couverture de prêts

Tous les calculs sont réalisés en part du Groupe, nets de réassurance et de coassurance externe.

---

<sup>9</sup> Y compris activités au Portugal et en Italie.

## 4.2 Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué, « ANR », correspond à la valeur de marché des actifs en représentation des fonds propres après déduction des actifs incorporels, des passifs subordonnés et des autres éléments valorisés par ailleurs dans la valeur d'In-Force.

L'ANR se déduit des capitaux propres comptables IFRS, après retraitement des éléments suivants :

- l'élimination des actifs incorporels notamment les Goodwill et accords de distribution, les In Force comptables et les DAC,
- la déduction de la part des réévaluations des portefeuilles assurés valorisées par ailleurs dans la VIF, ainsi que la réintégration de la part des actionnaires dans les plus values latentes non prises en compte en IFRS (immobilier et titres HTM),
- et le reclassement des titres subordonnés.

De manière analytique, l'ANR est déterminé à la date d'évaluation au niveau consolidé Part du Groupe et se décompose en Capital Requis et Free Surplus.

### 4.2.1 Capital Requis

Le Capital Requis correspond à la valeur de marché des actifs en représentation des fonds propres que l'assureur doit bloquer au titre de son activité et dont la distribution aux actionnaires est restreinte.

Le Capital Requis reflète le niveau de capital que se fixe la société pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques. Le niveau de capital retenu par le groupe CNP Assurances pour son pilotage correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I) net de toute autre source de financement tels les titres subordonnés. Ceux-ci permettent de couvrir 39,4% du besoin de marge au 31/12/2012.

### 4.2.2 Free Surplus

Le Free Surplus correspond à la valeur de marché des actifs, hors actifs en représentation des engagements de l'assureur, déduction faite du capital requis.

## 4.3 Valeur d'In-Force

### 4.3.1 PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs

La PVFP correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les polices en portefeuille à la date d'évaluation.

La PVFP est calculée sur la base d'une méthodologie « Market Consistent » à l'exception de Caixa Seguros pour laquelle la méthodologie traditionnelle a été conservée.

Cette valeur intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières présentes dans le portefeuille, leur valeur temps étant prise en compte séparément dans la TVOG pour déterminer la VIF.

Selon la méthodologie MCEV<sup>®</sup>, aucune prime de risque n'est incluse dans les rendements et les taux d'actualisation utilisés. La courbe de taux d'intérêt de référence est basée sur la courbe des taux swap augmentée d'une prime de liquidité.

### 4.3.2 Coût de friction du capital requis

La nécessité d'immobiliser le Capital Requis au titre du business couvert induit un coût de portage à allouer à la valeur d'Embedded Value et du New Business. Dans une modélisation Market Consistent, le coût de friction correspond au coût de frottement fiscal ainsi qu'aux frais financiers liés à l'immobilisation de ce capital.

Le coût de friction du Capital Requis intègre également la charge liée au financement d'une partie de l'exigence de capital par des titres subordonnés ; cette charge est évaluée comme la différence entre la valeur économique des titres subordonnés et leur nominal. Le groupe CNP Assurances définit cette valeur économique comme étant la valeur actuelle nette des flux futurs versés aux détenteurs des titres calculée en tenant compte, dans le taux d'actualisation, du spread à l'émission de chaque titre. Le capital requis de la nouvelle production est supposé être financé par des titres subordonnés dans les mêmes proportions que le stock de contrats ; ce financement est réalisé à l'aide de titres nouvellement émis, pour lesquels la valeur économique est égale au nominal.

### 4.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties

CNP Assurances a retenu une approche Market Consistent pour l'évaluation des principales options et garanties financières prévues par les contrats.

Les principales options et garanties prises en compte sont les suivantes :

- option de Taux Minimum Garanti (TMG) ;
- option de Participation aux Bénéfices (PB) ;
- option de conversion en rentes ;
- garantie plancher des contrats en unités de compte ;
- garantie de taux technique des rentes en service et garantie induite par le tarif d'acquisition du point pour le portefeuille Préfon ;
- garantie des valeurs de rachat, option de rachat.

La valeur temps des options et garanties financières (TVOG) est générée par l'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions des marchés financiers. De manière schématique, une perte financière est supportée en totalité par les actionnaires alors que les profits financiers sont partagés selon les

clauses réglementaires et contractuelles de participation aux bénéfices. La mise en œuvre de calculs stochastiques permet, sur base de simulations multiples, de balayer le champ des possibles en termes d'évolution des marchés financiers et donc de capter le coût lié aux déviations adverses des marchés.

### Méthodologie de valorisation Risque-Neutre

L'évaluation s'appuie sur un modèle stochastique basé sur une approche risque-neutre. Cette approche consiste à définir le prix d'un actif comme l'espérance de ses flux futurs actualisés au taux sans risque. Les scénarios sont issus du générateur Barrie & Hibbert. Ce générateur économique permet de générer 1000 scénarios équiprobables projetant :

- L'évolution d'un indice action ;
- L'évolution d'un indice immobilier ;
- La courbe des taux réels pour les maturités entières comprises entre 1 an et 50 ans ;
- La courbe des taux nominaux pour les maturités entières comprises entre 1 an et 50 ans.

L'inflation est obtenue par différence entre les taux réels et les taux nominaux. Les taux de dividende des actions et de loyer de l'immobilier, établis à 2.5%, sont supposés constants.

Les techniques utilisées par le Groupe pour calibrer ce générateur économique sont décrites dans la section "Hypothèses" de ce rapport.

Par ailleurs, le modèle de projection comprend une composante de rachats conjoncturels qui représente la propension des assurés à racheter leurs contrats lorsque la rémunération servie se dégrade par rapport à une référence de marché.

Compte tenu du contexte économique et financier brésilien, le groupe CNP Assurances applique une méthodologie traditionnelle pour la valorisation de sa filiale brésilienne Caixa Seguros. Cette approche est fondée sur l'absence de paramètres de marché permettant une valorisation cohérente avec les principes du CFO Forum. Par ailleurs, l'activité de Caixa Seguros consiste principalement à couvrir des risques d'assurance, les options financières restant marginales à l'échelle du Groupe.

#### 4.3.4 Coût des risques résiduels non répliquables

Conformément aux principes 6 et 9 du CFO Forum, un coût doit être alloué au titre des risques financiers et non financiers non répliquables. Ce coût résulte :

- de la prise en compte de risques non valorisés par ailleurs dans la PVFP ou dans la TVOG,
- de l'impact asymétrique de certains risques non répliquables sur la valeur,
- de l'incertitude sous-jacente à l'établissement des hypothèses dites « Best Estimate » des risques non répliquables.

CNP Assurances a retenu l'approche du coût du capital pour évaluer ces risques résiduels non répliquables. Le capital à allouer au titre de ces risques est défini comme l'objectif de capitalisation auquel CNP Assurances doit tendre pour absorber sans difficulté les chocs exceptionnels, non intégrés par ailleurs dans la TVOG et la PVFP. Il correspond ainsi au niveau de fonds propres nécessaire pour réduire la probabilité de ruine à 0,5% à horizon 1 an sur chacun des risques spécifiés.

- Risques non modélisés dans la TVOG et PFVP

Le recensement des risques non valorisés par ailleurs conduit à la liste suivante :

- risque de défaut,
- risque de concentration,

- risque opérationnel,
  - risque catastrophe.
- Risques Asymétriques

L'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions de paramètres non financiers génère un coût pris en compte dans la valorisation du portefeuille. L'impact asymétrique du risque mortalité/longévité/morbidité résulte de contrats dont les clauses de participation aux bénéfices contiennent une composante assise sur le résultat technique.

- Incertitude

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses dites « Best Estimate » : risque de sinistralité, risque de rachat, risque de frais. Un coût additionnel lié à l'incertitude sous-jacente dans l'établissement de ces hypothèses a été intégré à la valeur.

## 4.4 Valeur du New Business

### 4.4.1 Définition des affaires nouvelles

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil des affaires souscrites durant l'année 2012 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2012.

- Epargne et Retraite individuelle en euros et en unités de compte :

La nouvelle production est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Sans hypothèse de récurrence des primes au-delà des seules primes périodiques, les versements ultérieurs sont assimilés à des primes uniques.

- Risque individuel :

La nouvelle production est uniquement constituée des nouvelles souscriptions. Les primes périodiques futures sur les contrats existants sont valorisées dans la valeur du stock.

- Retraite Collective :

La nouvelle production des contrats L.441 est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Sur le reste du segment, les primes périodiques futures des contrats existants sont intégrées dans la valeur du stock.

- Risque Collectif :

Les primes futures sur contrats existants n'étant pas valorisées dans le stock de contrats, les volumes de chiffres d'affaires portés en nouvelle production pour les produits de prévoyance collective correspondent au volume de chiffre d'affaires enregistré en 2012.

- Couverture de prêt :

La nouvelle production est uniquement constituée des nouvelles souscriptions. Les primes périodiques futures sur les contrats existants sont valorisées dans la valeur du stock.

### 4.4.2 Méthodologie

L'approche retenue pour la valorisation des affaires nouvelles est identique à celle de la valeur d'In-Force. Cette valeur de New Business est définie comme la valeur actuelle des résultats projetés des polices souscrites dans



l'année après déduction du coût de friction du capital requis, de la valeur temps des options et garanties financières et du coût des risques résiduels non répliquables.

La valeur de New Business s'appuie sur une projection des cash-flows à compter de la date de souscription. Les hypothèses économiques sont basées sur les conditions de marché observées au 31/12/2012.

Conformément à la méthodologie « stand alone » retenue par CNP Assurances, aucune richesse latente n'est valorisée. Les primes de New Business sont investies dans de nouveaux actifs disponibles à la date d'évaluation selon la stratégie d'achat constatée dans l'année. Il n'y a donc pas de partage de plus ou moins-values latentes entre In-Force et New Business.

#### 4.4.3 APE Annual Premium Equivalent

L'APE est un indicateur de volume de production, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres souscrits dans l'année auquel s'ajoute le montant des primes périodiques annualisées souscrites dans l'année. Contrairement au chiffre d'affaires IFRS, l'APE généré par les affaires nouvelles est défini sur la base de la collecte nette en part du groupe, net de coassurance et de réassurance. Par ailleurs, le taux de change correspond au taux constaté au 31/12/2012 et non au taux moyen retenu pour la définition du chiffre d'affaires IFRS.

### 4.5 Sensibilités

Les sensibilités présentées ci-dessous correspondent aux sensibilités requises par les normes du CFO Forum :

- Courbe des taux +/- 100 pb :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux swap de 100 pb à la hausse ou à la baisse (avec une valeur plancher à 0%). Ceci induit notamment :

- Une réévaluation de la valeur de marché des obligations ;
- Un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs de 100 pb ;
- Et une mise à jour des taux d'actualisation.

L'impact sur la provision mathématique initiale des contrats en unités de compte n'est pas valorisé.

- Actions -10% :

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact sur la valeur d'une baisse immédiate du niveau des indices actions et immobilier de 10%. Ce choc induit une baisse de 10% de la valeur de marché des actions et de l'immobilier, ainsi qu'une baisse des provisions mathématiques des contrats en unités de compte pour leur part investie dans ces actifs.

- Rachats - 10% :

Cette sensibilité mesure l'impact d'une diminution de 10% des lois de rachats totaux et partiels.

- Coûts -10% :

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact d'une décroissance de 10% de l'ensemble des frais : frais d'acquisition, de gestion, de sinistres et frais de structure.

- Sinistralité -5% :

Cette sensibilité mesure l'impact d'une baisse de la sinistralité : les taux d'incidence, les taux de sinistres à primes, les taux d'entrée en incapacité/invalidité ainsi que les tables de mortalité ont été abattus de 5%. Les risques longévité et risque de mortalité/invalidité sont mesurés séparément.

- Volatilité Taux +25% / Volatilité Actions +25% :

Ces sensibilités permettent d'évaluer l'impact sur la valeur temps des options et garanties financières de l'augmentation de 25% de la volatilité des taux et de la volatilité des actions et de l'immobilier.

- Capital Requis :

Cette sensibilité consiste à définir le capital requis égal au besoin de marge de solvabilité réglementaire en considérant stable la part de titres subordonnés, et à mesurer l'impact de ce changement d'hypothèse sur la valeur.

- Courbe des taux avec prime de liquidité + 10 bp :

Cette sensibilité correspond à une augmentation de la prime de liquidité de marché de 10 bp. Ceci induit un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs et une mise à jour des taux d'actualisation.

## 5. Hypothèses

### 5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2012.

#### 5.1.1 Courbe de référence

Pour l'ensemble des filiales du Groupe de la zone euro, les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux de référence sont issues de la courbe des taux swap découpnée et lissée<sup>10</sup>. La méthode d'extrapolation a été ajustée en 2012 en cohérence avec l'approche développée actuellement dans le cadre de la réforme Solvabilité 2. La courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 10 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 4.2%.

Maturité	Taux swap 31/12/12	Taux swap 31/12/11
1	0,33%	1,42%
2	0,37%	1,31%
5	0,78%	1,73%
10	1,61%	2,46%
15	2,10%	2,70%
20	2,28%	2,73%
30	2,84%	2,61%
<b>Taux forward ultime</b>	4,20%	6,20%
<b>Point d'entrée de l'extrapolation</b>	20 ans	50 ans

Conformément au Principe n°14 des principes MCEV<sup>®</sup>, CNP Assurances intègre une prime de liquidité à la courbe des taux de référence. La prime de liquidité de marché correspond au Maximum [0 ; 50% \* (Spread des obligations corporate – 40 bp)], le spread des obligations corporate étant déterminé comme la marge par rapport au taux swap de l'indice obligataire iBoxx € Corporates. La prime de liquidité (37bp au 31/12/2012) est ajoutée à la courbe des taux swap à 100% sur la partie non extrapolée puis décroît au rythme de la convergence vers le taux forward ultime. Par ailleurs, seule une fraction de cette prime est affectée aux différentes familles de contrats selon le degré d'illiquidité des passifs sous-jacents. Le tableau ci-dessous synthétise la prime de liquidité qui a été retenue pour les principales familles de produit, en référence à la courbe des taux swap :

Famille	2011	2012
Epargne UC	49 bp	18 bp
Risque individuel	49 bp	18 bp
Assurance Emprunteur	79 bp	27 bp
Risque Collectif	79 bp	27 bp
Epargne Euro	79 bp	27 bp
Retraite individuelle	79 bp	27 bp
Retraite collective	79 bp	27 bp

<sup>10</sup> Au 31/12/2011, les entités italiennes, espagnoles et portugaises ont fait l'objet d'une valorisation à partir de la courbe des taux d'emprunts d'Etat. Au 31/12/2012, ces entités ont été valorisées à partir de la courbe des taux swap.

### 5.1.2 Calibrage du modèle de taux

Le modèle de génération retenu pour les taux nominaux est le Libor Market Model (LMM) à deux facteurs. Les volatilités swaption ATM de marchés retenues pour le calibrage sont les suivantes :

Termes	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2011	38,5%	35,3%	30,3%	28,7%	29,2%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2012	30,1%	29,1%	25,9%	23,5%	20,9%

Les taux réels sont générés à l'aide du modèle de Vasicek à deux facteurs, qui a été calibré sur les obligations d'Etat indexées sur l'inflation.

### 5.1.3 Calibrage du modèle actions

Un niveau de volatilité différent pour chaque horizon de projection compris entre 1 et 10 ans a été utilisé pour la génération de l'indice action (modèle de volatilité déterministe). Les niveaux retenus sont donnés dans le tableau ci-dessous.

Maturité	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2011	29,3%	28,0%	27,5%	27,9%	27,9%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2012	22,3%	23,7%	24,6%	24,7%	25,2%

Les paramètres de volatilité ont été calibrés à partir des volatilités implicites ATM forward sur l'indice Eurostoxx 50 au 31/12/2012.

Les coefficients de corrélation entre les différents facteurs (action, taux réels et taux nominaux) sont déterminés par Barrie-Hibbert à partir d'analyses économétriques et de dires d'experts.

De même, la volatilité de l'immobilier est fixée à 15%.

### 5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Post 2017
MCEV <sup>®</sup> 11	Taux d'actualisation	12,5%	12,9%	12,6%	12,5%	11,9%	11,6%	11,3%
	Rendement des actifs	10,0%	10,7%	10,2%	10,0%	9,0%	8,5%	8,0%
	Inflation	5,5%	5,1%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
MCEV <sup>®</sup> 12	Taux d'actualisation	11,5%	10,8%	11,6%	11,8%	11,7%	10,8%	10,8%
	Rendement des actifs	8,3%	7,1%	8,5%	8,8%	8,6%	7,1%	7,1%
	Inflation	5,4%	5,4%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Le taux de change euro/réal passe de 2,4159 au 31/12/2011 à 2,7036 au 31/12/2012.

## 5.2 Taux d'imposition

Le taux d'imposition retenu dans les travaux d'Embedded Value correspond au taux normatif en vigueur dans les pays d'implantation du groupe CNP Assurances :

	France	Italie	Espagne	Portugal	Brésil
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2011	36,10%	34,32%	30%	29%	40% <sup>11</sup>
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2012	36,10% <sup>12</sup>	34,32%	30%	29%	40% <sup>11</sup>

Les crédits d'impôts constatés sur la France permettant de réduire le taux normatif sont valorisés par ailleurs.

## 5.3 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables

Le taux appliqué au capital alloué au titre des risques non modélisés et des risques asymétriques a été fixé à 5%. Le capital alloué au titre de l'incertitude sur l'établissement des hypothèses subit un coût de friction.

En moyenne, le taux appliqué au capital est de 2,4% au 31/12/2012 (2,8% au 31/12/2011).

## 5.4 Hypothèses non économiques

### 5.4.1 Evaluation des frais généraux

Le groupe CNP Assurances produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau. L'assiette de frais issue de cette analyse a été retraitée d'un montant de 9 M€ de frais exceptionnels, constaté dans les comptes du 31/12/2012.

Un taux d'inflation annuelle de 2% est appliqué aux coûts unitaires pour les entités européennes.

### 5.4.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance

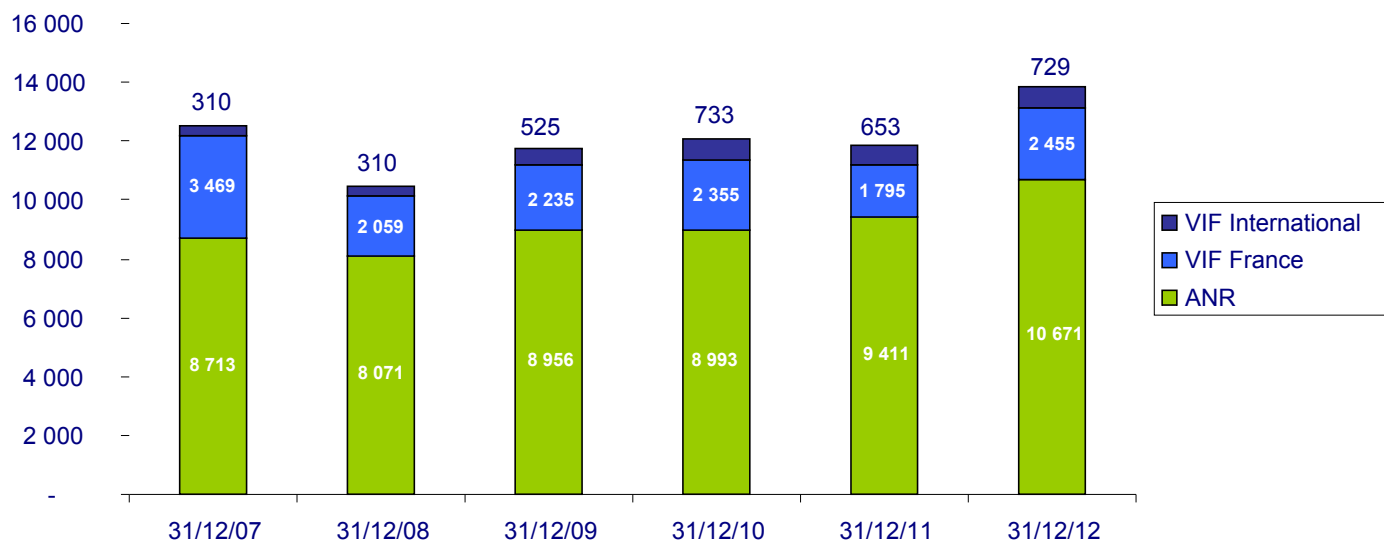
Les hypothèses non économiques, mortalité d'expérience, lois de rachat et hypothèses de sinistralité, sont déterminées par chaque entité sur la base de leur meilleure estimation à la date d'évaluation. Elles dérivent de l'analyse de l'expérience actuelle et passée constatée sur chacun des portefeuilles valorisés.

<sup>11</sup> A l'exception de CAIXA Consorcio dont le taux d'imposition a été maintenu à 34%.

<sup>12</sup> Majoration exceptionnelle qui porte sur l'impôt payé en 2013 et 2014. Postérieurement à 2014, le taux d'impôt s'élève à 34,43%.

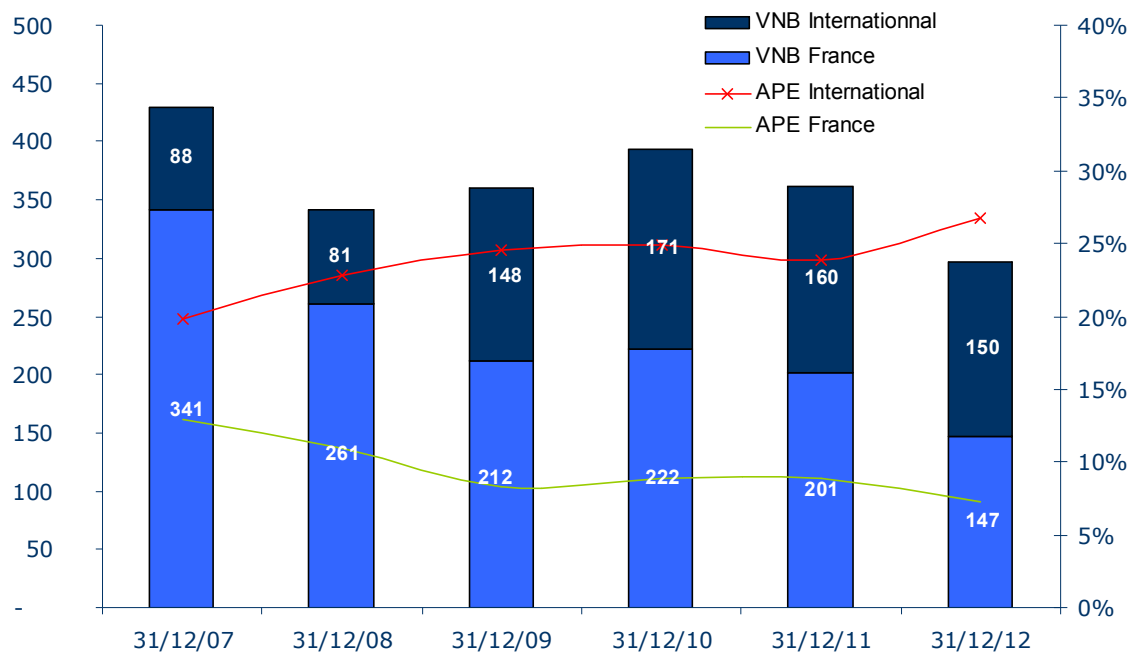
## 6. Evolution de la MCEV<sup>®</sup> depuis le 31/12/2007

### 6.1 Historique MCEV<sup>®</sup>



L'historique de la MCEV<sup>®</sup>, établie conformément aux principes du CFO Forum, montre la bonne résistance de la MCEV<sup>®</sup> du groupe CNP Assurances aux différents chocs ainsi que la part de plus en plus importante de l'international dans la VIF.

### 6.2 Historique VNB



## 7. Opinion Milliman

Milliman, cabinet d'actuaire indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du groupe CNP Assurances au 31 décembre 2012. Les travaux réalisés ont couvert la revue de la méthodologie, des hypothèses retenues et des calculs effectués par les équipes du groupe CNP Assurances sous la responsabilité du management. Ces calculs ont porté sur l'Embedded Value au 31 décembre 2012, la valeur de la nouvelle production 2012, l'analyse des écarts entre l'Embedded Value au 31 décembre 2011 et celle au 31 décembre 2012 ainsi que sur les calculs de sensibilités.

A l'issue de ces travaux, nous considérons que la méthodologie retenue pour les calculs est conforme aux principes 1 à 16 de "The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles" et que les calculs ont été produits en conformité avec cette méthodologie.

Le groupe CNP Assurances a considéré une prime de liquidité de marché de 37 bp par rapport au taux swap ; une fraction de cette prime est retenue pour chaque portefeuille de contrats, fonction du degré d'illiquidité des passifs sous-jacents. Il convient également de noter que les calculs effectués sur Caixa Seguros ont été réalisés selon une approche d'Embedded Value Traditionnelle pour laquelle les risques sont pris en compte au travers de l'utilisation de primes de risque.

Par ailleurs, les informations communiquées dans le document "CNP Assurances - Rapport Embedded Value 31/12/2012" sont conformes aux principes CFO Forum de l'European Embedded Value actuellement en vigueur.

Pour établir notre Opinion, nous nous sommes appuyés sur les données et informations fournies par le groupe CNP Assurances sans procéder à des contrôles exhaustifs. Nous avons procédé à des contrôles de cohérence et des réconciliations au niveau global ainsi qu'à des analyses plus approfondies sur certains portefeuilles. Nous avons pu vérifier que l'ensemble des points remontés à l'issue de notre revue n'affectait pas de manière matérielle l'Embedded Value au niveau du groupe CNP Assurances.

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses financières, techniques, sur le comportement des assurés, la fiscalité et d'autres facteurs dont la plupart ne sont pas sous le contrôle du management du groupe CNP Assurances. Bien que nous estimions, avec le management du groupe CNP Assurances, que les hypothèses retenues sont raisonnables, il sera normal pour certaines d'entre elles de constater un écart entre l'hypothèse retenue et l'expérience future.