

RAPPORT EMBEDDED VALUE AU 31 DECEMBRE 2014



SOMMAIRE

1.	Introduction	3
2.	Résultats	4
2.1	<i>MCEV[®] au 31 décembre 2014.....</i>	4
2.2	<i>Valeur des Affaires Nouvelles (VAN) au 31 décembre 2014.....</i>	5
2.3	<i>Sensibilités</i>	7
2.4	<i>Analyse des écarts Groupe.....</i>	8
2.5	<i>Operating Free Cash Flow.....</i>	9
2.6	<i>Analyse des écarts Free Surplus Groupe</i>	10
2.7	<i>IDR Implied Discount Rate.....</i>	11
3.	Résultats détaillés par zone géographique.....	12
3.1	<i>VIF.....</i>	12
3.2	<i>VAN.....</i>	12
3.2.1	<i>Volume APE.....</i>	12
3.2.2	<i>VAN.....</i>	13
3.2.3	<i>Duration</i>	15
3.3	<i>Sensibilités</i>	15
3.3.1	<i>Sensibilités VIF</i>	15
3.3.2	<i>Sensibilités VAN</i>	15
3.4	<i>Analyse des écarts par zone géographique.....</i>	16
4.	Méthodologie	20
4.1	<i>Périmètre couvert.....</i>	21
4.2	<i>Actif Net Réévalué.....</i>	23
4.2.1	<i>Capital Requis.....</i>	23
4.2.2	<i>Free Surplus</i>	23
4.3	<i>Valeur d'In-Force.....</i>	24
4.3.1	<i>Valeur Actualisée des Profits Futurs.....</i>	24
4.3.2	<i>Coût de friction du capital requis.....</i>	24
4.3.3	<i>Valeur Temps des Options et Garanties.....</i>	24
4.3.4	<i>Coût des risques résiduels non répliquables.....</i>	25
4.4	<i>Valeur des affaires nouvelles.....</i>	26
4.4.1	<i>Définition des affaires nouvelles</i>	26
4.4.2	<i>Méthodologie</i>	27
4.4.3	<i>APE Annual Premium Equivalent</i>	27
4.5	<i>Sensibilités</i>	27
5.	Hypothèses	29
5.1	<i>Hypothèses financières.....</i>	29
5.1.1	<i>Courbe de référence.....</i>	29
5.1.1	<i>Calibrage du modèle de taux.....</i>	30
5.1.2	<i>Calibrage du modèle actions.....</i>	30
5.1.3	<i>Calibrage du modèle de spread de crédit corporate</i>	30
5.1.4	<i>Hypothèses financières du Brésil.....</i>	31
5.2	<i>Taux d'imposition</i>	31
5.3	<i>Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables</i>	31
5.4	<i>Hypothèses non économiques.....</i>	31
5.4.1	<i>Evaluation des frais généraux</i>	31
5.4.2	<i>Hypothèses de sinistralité et de persistance</i>	31
6.	Evolution de la MCEV[®] depuis 2009	32
6.1	<i>Historique MCEV[®] (en M€).....</i>	32
6.2	<i>Historique VAN (en M€ et ratio APE en %).....</i>	32
7.	Rapport sur l'Embedded Value.....	33

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, en Amérique latine et en Europe hors France.

Ces indicateurs offrent une vision actualisée des profits futurs que l'assureur peut attendre de son portefeuille en stock. Au travers de la valeur des affaires nouvelles, 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^{©1} édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » à l'exception de la valorisation de Caixa Seguradora qui demeure basée sur une méthodologie traditionnelle.

Ces travaux de valorisation font l'objet d'une attestation par les cabinets PWC et Mazars.

¹ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

2. Résultats

2.1 MCEV[®] au 31 décembre 2014

Normes MCEV [®]	MCEV 2014 avant distribution de dividendes 2014		MCEV 2013 après effet dilutif et distribution de dividendes 2013		Variation avant distribution de dividendes 2014		MCEV 2013 avant distribution de dividendes 2013	
	M€	€ / Action ²	M€	€ / Action ²	M€	%	M€	€ / Action ²
ANR - Actif Net Réévalué	11 649	17,0	10 894	15,9	755	7%	11 422	16,6
Capital Requis	7 766	11,3	8 665	12,6	-899	-10%	8 665	12,6
Free Surplus	3 883	5,7	2 229	3,2	1 654	74%	2 757	4,0
VIF - Valeur d'In Force	5 881	8,6	4 553	6,6	1 328	29%	4 553	6,6
Valeur Actuelle des Profits Futurs	10 376	15,1	7 003	10,2	3 373	48%	7 003	10,2
Valeur Temps des Options & Garanties	-3 040	-4,4	-728	-1,1	-2 312	318%	-728	-1,1
Coût de Friction du Capital Requis	-896	-1,3	-1 110	-1,6	214	-19%	-1 110	-1,6
Coûts des Risques Non Réplicables	-559	-0,8	-612	-0,9	53	-9%	-612	-0,9
MCEV[®] -Market Consistent Embedded Value	17 530	25,5	15 447	22,5	2 083	13%	15 975	23,3

² Nombre d'actions au 31/12/2013 et 31/12/2014 : 686 618 477.

La valeur de la MCEV[®] 2014 de CNP Assurances s'établit à 17 530 M€ en hausse de 13,5 % par rapport à la valeur 2013 après dividendes. Cette évolution s'appuie sur une augmentation de la VIF à hauteur de 29 % et sur une hausse de l'ANR de 7 %.

L'évolution défavorable des marchés financiers, notamment la baisse des taux, se traduit par une forte hausse du coût de l'option de rachat et des taux garantis.

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 zone géographique.

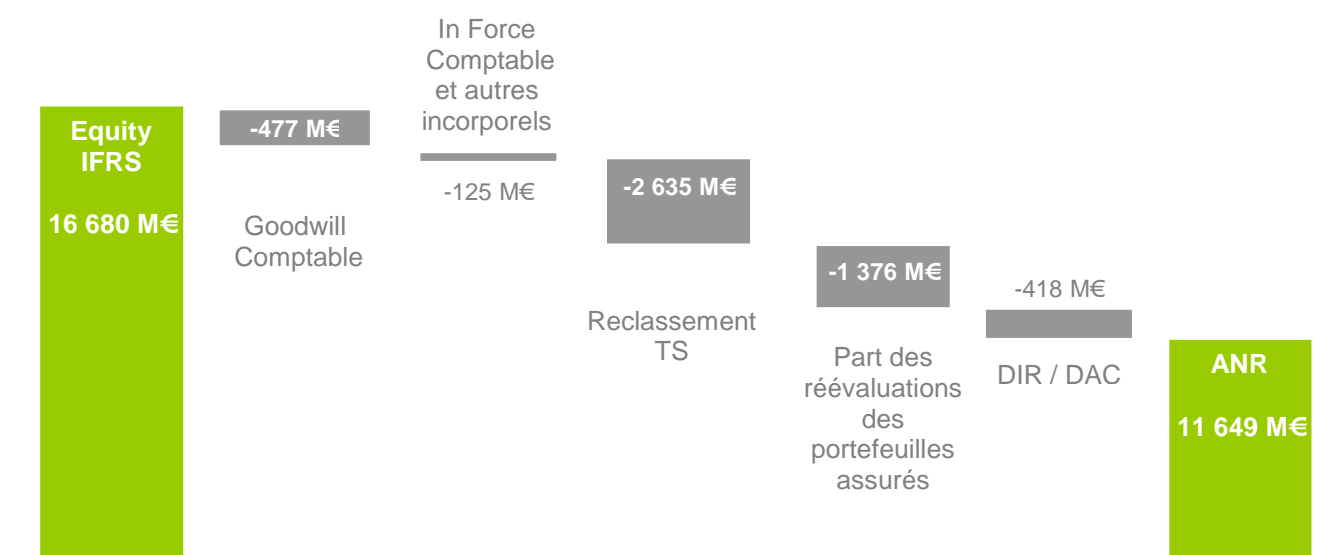
- **Actif Net Réévalué**

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

- l'élimination des actifs incorporels notamment les Goodwills 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.

Suite à l'acquisition de 51 % des filiales d'assurance vie et non vie de Santander Consumer Finance, ce nouveau périmètre a été intégré dans la MCEV[®] 2014 à hauteur de son ANR, après retraitement les éléments incorporels Goodwill et DIR/DAC. La VIF de ce périmètre n'est pas valorisée à ce stade.

Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS versus l'Actif Net Réévalué au 31 décembre 2014 :



2.2 Valeur des Affaires Nouvelles (VAN) au 31 décembre 2014

		2014		2013		Variation	
Normes MCEV©		M€	€ / Action	M€	€ / Action	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	703	1,0	605	0,9	97	16%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-244	-0,4	-98	-0,1	-145	148%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-46	-0,1	-68	-0,1	22	-33%
CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-56	-0,1	-63	-0,1	6	-10%
VAN	Valeur Affaires Nouvelles	357	0,5	376	0,5	-19	-5%
APE	APE ³	2 998		2 659		338	13%
VAP	VAP ⁴	26 513		23 336		3 177	14%
	Ratio APE	11,9%		14,1%		-2,2%	-16%
	Ratio VAP	1,3%		1,6%		-0,3%	-16%

³ 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 souscrits dans l'année.

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

La valeur des affaires nouvelles 2014 s'établit à 357 M€ en baisse de 5%. L'essentiel de la baisse de la VAN provient de l'Europe hors France, en raison du poids des taux garantis dans un contexte de baisse des taux. Le ratio APE du Groupe diminue à 11,9%.

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

Le tableau ci-dessous présente une analyse détaillée des principaux facteurs d'évolution de la valeur des affaires nouvelles (i.e. valeur du new business) :

Normes MCEV© - M€	VAN	Variation	Ratio APE
Valeur Affaires Nouvelles 2013	376		14,1%
Mise à jour du modèle	420	44	16,0%
Mise à jour du volume APE	478	58	16,0%
Mise à jour du Mix Produit	466	-12	15,6%
Mise à jour de l'expérience	504	38	16,8%
Mise à jour des marchés financiers	355	-149	11,9%
Mise à jour du taux d'impôt	355	0	11,9%
Mise à jour du taux de change	357	2	11,9%
Valeur Affaires Nouvelles 2014	357	-19	11,9%

La mise à jour du modèle notamment en France a un impact positif de 44 M€ sur la VAN.

La mise à jour du volume APE par entité impacte positivement la valeur des affaires nouvelles pour 58 M€.

La mise à jour du mix produit dégrade la valeur des affaires nouvelles à hauteur de 12 M€, malgré le renforcement de la part des produits en unités de compte en France et en Europe hors France.

L'impact de la mise à jour des données d'expérience est de 38 M€.

La mise à jour des marchés financiers (hausse des volatilités taux et actions, baisse des taux d'intérêt) entraîne une dégradation de 149 M€ de la valeur des affaires nouvelles et de 4,9 points du ratio APE.

La remontée du taux de change brésilien, qui se stabilise légèrement en dessous du niveau de fin 2013, a un impact de 2 M€.

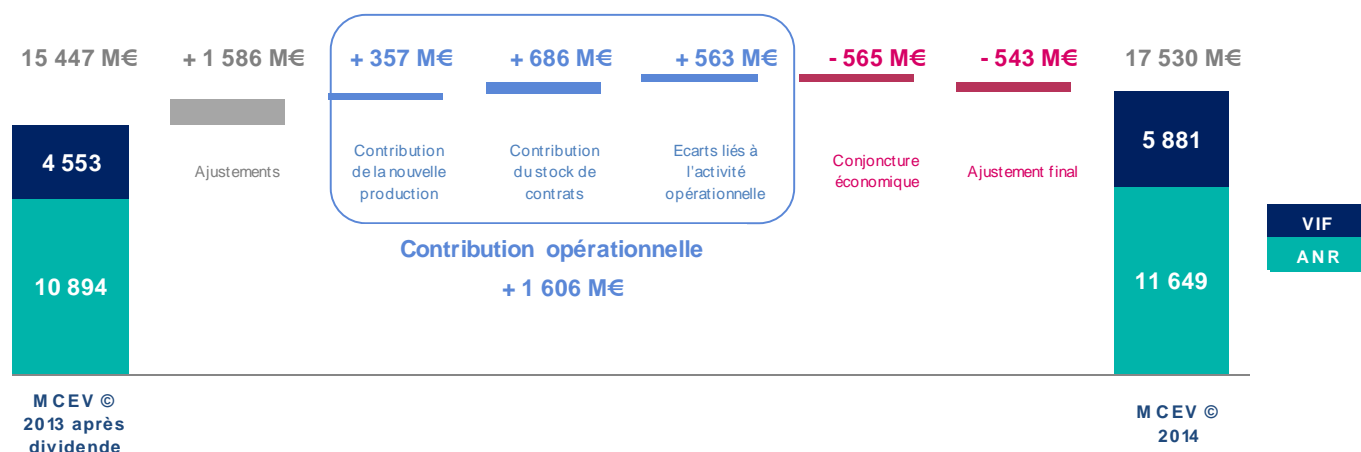
2.3 Sensibilités

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

	ANR	VIF	MCEV	VAN
Normes MCEV©	M€	M€	M€	M€
MCEV - Market Consistent Embedded Value	11 649	5 881	17 530	357
Courbe des taux + 100bp	-337	937	600	172
Courbe des taux - 100bp	338	-1 502	-1 163	-298
Prime de liquidité + 10bp		156	156	19
Actions -10%	-344	-756	-1 100	
Rachats -10%		232	232	38
Coûts -10%		429	429	33
Capital Requis		179	179	8
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-117	-117	-1
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		173	173	60
Volatilité taux +25%		-305	-305	-40
Volatilité actions +25%		-521	-521	-35
Valeur des affaires nouvelles - Marginale				55

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

2.4 Analyse des écarts Groupe



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[®] 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 47 % (moyenne pour le groupe) par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

Normes MCEV © - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV © 2013	11 422	2 757	8 665	4 553	15 975
Ajustements initiaux	-528	-442	-87	1 585	1 057
MCEV 2013 ajustée	10 894	2 316	8 578	6 138	17 032
Contribution de la nouvelle production	-31	-818	787	388	357
Contribution du stock de contrats	74	74	0	612	686
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	1 103	1 923	-820	-1 103	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-78	-297	219	334	256
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	191	191
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	1 000	-1 000	116	116
Contribution de l'activité opérationnelle	1 068	1 882	-814	538	1 606
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	270	270	0	-803	-533
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-34	-34	0	2	-32
Total MCEV earnings	1 304	2 118	-814	-263	1 041
Ajustements finaux	-548	-550	2	6	-543
MCEV © 2014	11 649	3 883	7 766	5 881	17 530

La MCEV[®] augmente de 1 555 M€ entre 2013 et 2014.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-528 M€) du fait du paiement du dividende 2013. L'ajustement positif sur la VIF (+1 585 M€) est dû principalement aux éléments de restatement effectués sur le périmètre France.

La valeur des affaires nouvelles contribue à hauteur de +357 M€ à l'évolution de la MCEV[®]. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2014 par les affaires nouvelles pour -31 M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 787 M€.

La contribution du stock de contrats (+686 M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+612 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+74 M€). Par ailleurs, le résultat 2014 rattaché à la VIF du 31/12/2013 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV®.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de 334 M€ principalement sous l'effet de mouvements de provisions dont la charge est comptabilisée dans l'ANR, qui bénéficie par ailleurs de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté. L'expérience récente a conduit le groupe CNP Assurances à revoir certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, comme les hypothèses de frais ou de sinistralité, générant un impact global de +191 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une augmentation de l'exigence en capital de 219 M€. Les émissions de dettes subordonnées pour un montant de 1000M€ en 2014 se sont traduites par une baisse du capital requis MCEV et une hausse de 116M€ sur la VIF

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2014 par une baisse de 533 M€ de la MCEV. Dans le contexte de baisse des taux, la hausse des richesses initiales sur les actifs en représentation des fonds propres et des provisions ne compense pas l'augmentation des coûts des options de rachat et de taux présentes dans les gammes d'épargne et de retraite.

L'ajustement final correspond principalement aux effets de change et à l'impact de l'acquisition de 51 % des filiales d'assurance vie et non vie de Santander Consumer Finance, les éléments incorporels Goodwill et DIR/DAC n'étant pas reconnus en MCEV.

Une analyse détaillée par zone géographique 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 :

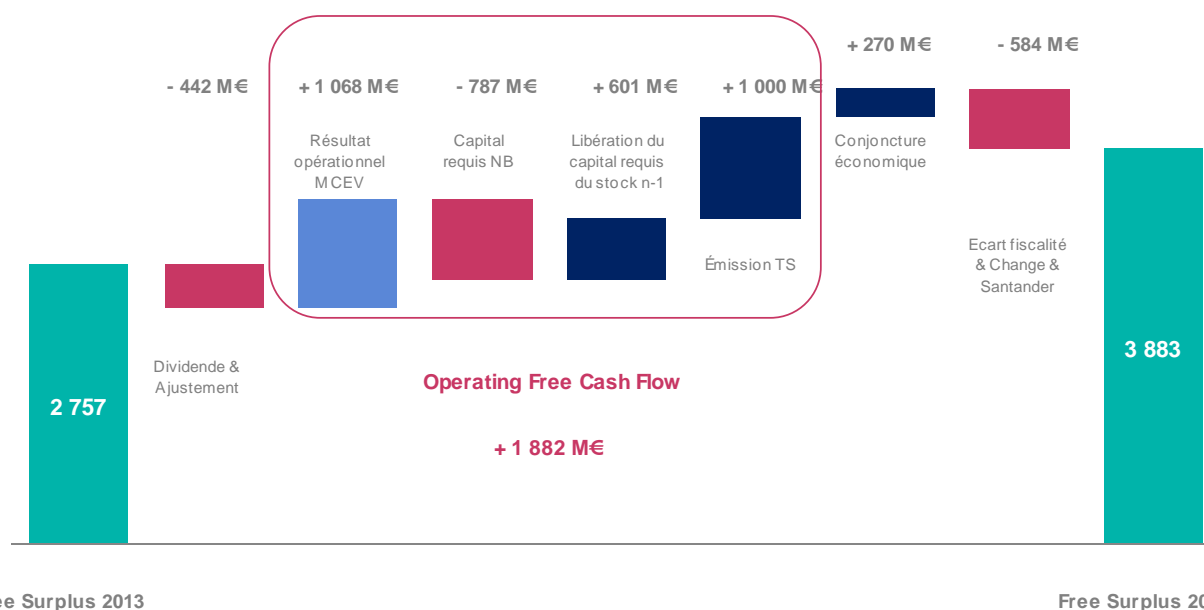
- payer ses dividendes
- se développer via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

- M€ -	Groupe 2013	Groupe 2014
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	787	1 103
Produits financiers du Free Surplus	66	74
Libération de capital requis vers le Free Surplus	715	820
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-125	703
Contribution attendue de l'In-Force	1 444	2 700
Capital requis au titre de la nouvelle production	-816	-787
Résultat attribuable à la nouvelle production	-22	-31
Capital requis au titre des affaires nouvelles	-838	-818
Operating Free Cash Flow	606	1 882

L'Operating Free Cash Flow augmente à 1 882 M€, soit 882 M€ hors titres subordonnés.

- M€ - 2014	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 103	870	169	64
Produits financiers du Free Surplus	74	41	24	9
Libération de capital requis vers le Free Surplus	820	751	33	36
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	703	635	72	-4
Contribution attendue de l'In-Force	2 700	2 296	299	105
Capital requis au titre de la nouvelle production	-787	-677	-68	-41
Résultat attribuable à la nouvelle production	-31	-10	8	-29
Capital requis au titre des affaires nouvelles	-818	-688	-60	-70
Operating Free Cash Flow	1 882	1 608	239	35

2.6 Analyse des écarts Free Surplus Groupe



Le Free Surplus est en hausse de 1 126 M€ au niveau groupe en 2014. L'ajustement d'ouverture correspond au paiement du dividende et au changement de méthodologie dans la prise en compte du financement des TS (plus de mutualisation entre pays).

La contribution opérationnelle se porte à 1 882 M€ :

- un résultat opérationnel MCEV[®] 2014 de 1 068 M€
- une évolution du besoin en capital requis de 186 M€ se décomposant en une dotation de 787 M€ liée aux affaires nouvelles et une libération de capital de 601 M€ sur le portefeuille en stock au 31/12/2013 ;
- une émission de dette subordonnée venant augmenter la part des TS dans le financement du capital requis; le besoin en capital net de TS est en baisse de 1 000 M€.

La contribution économique est de + 270 M€.

L'ajustement final correspond principalement à l'impact de l'acquisition de 51 % des filiales d'assurance vie et non vie de Santander Consumer Finance, les éléments incorporels Goodwill et DIR/DAC n'étant pas reconnus en MCEV©.

2.7 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 6,02 % au niveau du groupe CNP Assurances au 31/12/2014 contre 5,75 % au 31/12/2013. Son évolution est principalement due à l'augmentation du coût des options et garanties financières.

Au 31 décembre 2014, le taux IDR est calculé sur la base d'un spread de 20 bp sur la courbe des taux de référence et d'un spread de 20 bp sur les titres obligataires de type corporate. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bp et de 230 bp (identiques au 31 décembre 2013).

3. Résultats détaillés par zone géographique

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

3.1 VIF

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

Normes MCEV©		Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
		M€	M€	M€	M€
MCEV 2014	Valeur Actuelle des Profits Futurs	10 376	9 420	666	290
	Valeur Temps des Options & Garanties	-3 040	-3 019	0	-22
	Coût de Friction du Capital Requis	-896	-852	-38	-6
	Coûts des Risques Non Réplicables	-559	-544	0	-15
	Valeur In Force	5 881	5 005	628	248
MCEV 2013	Valeur Actuelle des Profits Futurs	7 003	6 130	608	265
	Valeur Temps des Options & Garanties	-728	-722	0	-6
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 110	-1 068	-34	-8
	Coûts des Risques Non Réplicables	-612	-591	0	-21
	Valeur In Force	4 553	3 749	573	230
Variation	M€	1 328	1 256	55	17
	%	29%	34%	10%	7%

La VIF du groupe CNP Assurances (5 881 M€), en hausse de 29 %, bénéficie des effets de restatement en France sur l'épargne et l'emprunteur, ainsi que de la contribution des affaires nouvelles. La baisse des taux est le principal inducteur de l'augmentation du coût des options et garanties financières. L'évolution de la VIF en Amérique Latine (hausse de 8 % à change constant) est liée principalement à la contribution de la nouvelle production et à des effets économiques positifs.

3.2 VAN

3.2.1 Volume APE

- M€ -	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Chiffre d'affaires IFRS 2014	30 802	24 503	2 874	3 425
Chiffre d'affaires IFRS 2013	27 668	21 097	3 074	3 497
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	11%	16%	-7%	-2%
APE 2014	2 998	2 311	441	245
APE 2013	2 659	1 998	389	272
Taux d'évolution de l'APE	13%	16%	13%	-10%
VAP 2014	26 513	22 754	1 841	1 918
VAP 2013	23 336	19 340	1 800	2 195
Taux d'évolution de la VAP	14%	18%	2%	-13%

- **France**

Le volume APE en France (2 311M€), en progression de 16 % par rapport à 2013, est caractérisé par une forte hausse de la collecte des contrats en unités de compte (+83 %) et en épargne euro (+16%). Les volumes alloués aux contrats de prévoyance augmentent de +2 % et la souscription de contrats emprunteurs subit une inflexion avec un volume APE en baisse de 6 %.

- **Amérique Latine**

L'APE de la filiale brésilienne Caixa Seguradora (441 M€) est en hausse de 13 % (+12 % à change constant). Les activités de prévoyance et protection (57 % de l'APE de la filiale) sont particulièrement dynamiques avec une croissance de 18 % sur l'année.

- **Europe hors France**

Le volume APE des filiales et succursales européennes (hors France) s'établit à 245 M€, en baisse de 10 % par rapport à 2013 (en hausse de 6,5 % après retraitement d'une affaire 2013 exceptionnelle). Les volumes repartent à la hausse sur les produits d'épargne en unités de compte (+9 % de volume APE) et de produits d'emprunteur (+48 % de volume APE), notamment en Italie et en Espagne. En Espagne et au Portugal, le volume APE alloué aux contrats en épargne euro est également en progression.

3.2.2 VAN

Normes MCEV© - M€	Groupe		France		Amérique Latine		Europe hors France	
	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE
Valeur Affaires Nouvelles 2013	376	14,1%	211	10,6%	132	34,0%	32	11,8%
Mise à jour du modèle	420	16,0%	261	13,0%	134	34,5%	25	10,7%
Mise à jour du volume APE	478	16,0%	302	13,0%	150	34,5%	26	10,5%
Mise à jour du Mix Produit	466	15,6%	305	13,2%	136	31,3%	24	9,8%
Mise à jour de l'expérience	504	16,8%	344	14,9%	140	32,0%	20	8,3%
Mise à jour des marchés financiers	355	11,9%	208	9,0%	140	32,1%	7	2,7%
Mise à jour du taux d'impôt	355	11,9%	208	9,0%	140	32,1%	7	2,8%
Mise à jour du taux de change	357	11,9%	208	9,0%	142	32,1%	7	2,8%
Valeur Affaires Nouvelles 2014	357	11,9%	208	9,0%	142	32,1%	7	2,8%
Evolution	-19	-2,2%	-3	-1,6%	9	-2,0%	-25	-9,0%

- **France**

Avec un ratio APE de 9 %, la France bénéficie des effets de changements de modèles sur l'assurance emprunteur, et la projection des frais rattachés au compte propre. La VAN France voit son mix produit s'améliorer sur 2014, la hausse de la collecte sur les produits en unités de compte compensant la baisse sur l'emprunteur. La mise à jour de l'expérience (amélioration du coefficient d'exploitation, action de retarification en prévoyance) est favorable sur 2014 et se traduit par une hausse de 1,7 point sur le ratio APE. Le contexte défavorable des marchés financiers (hausse des volatilités taux et actions, baisse des taux d'intérêt) est le principal inducteur de la baisse de 1,6 points du ratio APE.

- **Amérique Latine**

La valeur des affaires nouvelles de la filiale brésilienne est en hausse de 7 %, du fait de la forte hausse des volumes sur les produits de santé, présentant des niveaux de marge plus faibles que les autres produits de prévoyance / protection. La collecte est très dynamique (+18% sur l'année) sur ces segments présentant globalement des niveaux de marge élevés.

- **Europe hors France**

La valeur des affaires nouvelles de la zone Europe hors France est en baisse de 25 M€ sur l'année 2014 pour un ratio APE qui s'établit à 2,8 %. La baisse du ratio APE de 9 points par rapport à 2013 s'explique principalement par le poids important des contrats en épargne euro en portefeuille, conjugué à la dégradation des marchés financiers sur la période.

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

Normes MCEV© - M€		Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France	
		M€	M€	M€	M€	
2014	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	703	538	152	13
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-244	-241	0	-3
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-46	-34	-11	-1
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-56	-54	0	-2
	VAN	Valeur Affaires Nouvelles	357	208	142	7
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 998	2 311	441	245
	VAP	Valeur actuelle des Primes	26 513	22 754	1 841	1 918
	Ratio VAN / APE	11,9%	9,0%	32,1%	2,8%	
	Ratio VAN / VAP	1,3%	0,9%	7,7%	0,4%	
2013	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	605	424	144	37
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-98	-97	0	-1
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-68	-56	-11	-1
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-63	-60	0	-3
	VAN	Valeur Affaires Nouvelles	376	211	132	32
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 659	1 998	389	272
	VAP	Valeur actuelle des Primes	23 336	19 340	1 800	2 195
	Ratio VAN / APE	14,1%	10,6%	34,0%	11,8%	
	Ratio VAN / VAP	1,6%	1,1%	7,4%	1,5%	
Evolution	VAN	M€	-19	-3	9	-25
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	338	313	52	-27
	VAP	Valeur actuelle des Primes	3 177	3 414	40	-277
		%	-5%	-1%	7%	-79%
		Ratio VAN / APE	-2,2%	-1,6%	-2,0%	-9,0%
	Ratio VAN / VAP	-0,3%	-0,2%	0,3%	-1,1%	

3.2.3 Duration

Le tableau ci-dessous présente les durations des affaires nouvelles par zone géographique :

Duration (années)	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Epargne & Retraite	11,7	12,2	4,9	6,0
Prévoyance & Protection	6,7	7,0	4,3	5,2

3.3 Sensibilités

3.3.1 Sensibilités VIF

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
	M€	M€	M€	M€
Valeur de l'In Force	5 881	5 005	628	248
Courbe des taux + 100bp	937	915	1	21
Courbe des taux - 100bp	-1 502	-1 474	-2	-26
Prime de liquidité + 10bp	156	151		4
Actions -10%	-756	-747		-9
Rachats -10%	232	198	25	9
Coûts -10%	429	409	8	13
Capital Requis	179	96		1
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-117	-114	0	-3
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	173	140	27	6
Volatilité taux +25%	-305	-303		-2
Volatilité actions +25%	-521	-515		-5

3.3.2 Sensibilités VAN

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
	M€	M€	M€	M€
Valeur Affaires Nouvelles	357	208	142	7
Courbe des taux + 100bp	172	158	1	14
Courbe des taux - 100bp	-298	-285	-1	-13
Prime de liquidité + 10bp	19	17		1
Rachats -10%	38	28	9	1
Coûts -10%	33	27	4	2
Capital Requis	8	5		3
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-1	-1	0	0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	60	50	10	0
Volatilité taux +25%	-40	-39		0
Volatilité actions +25%	-35	-34		-1
Valeur des affaires nouvelles - Marginale	55	48		7

3.4 Analyse des écarts par zone géographique

- France

Normes MCEV© - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2013	10 069	1 803	8 266	3 749	13 818
Ajustements initiaux	-324	-172	-152	1 587	1 263
MCEV 2013 ajustée	9 745	1 630	8 114	5 336	15 081
Contribution de la nouvelle production	-10	-688	677	219	208
Contribution du stock de contrats	41	41	0	492	533
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	870	1 620	-751	-870	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-151	-365	214	310	159
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	206	206
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	1 000	-1 000	116	116
Contribution de l'activité opérationnelle	749	1 608	-859	472	1 222
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	267	267	0	-804	-537
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-20	-20	0	0	-20
Total MCEV earnings	996	1 855	-859	-331	665
Ajustements finaux	-580	-580	0	0	-580
MCEV 2014	10 161	2 906	7 255	5 005	15 166

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement du dividende 2013 et les remontées des dividendes des filiales au titre de l'exercice 2013. Les ajustements comprennent également l'amélioration des modèles de projection sur l'épargne et l'emprunteur ainsi que l'impact de la non mutualisation au sein du Groupe des source de financement tels les titres subordonnés.

Courant 2014, des améliorations ont été implémentées dans les modèles avec, notamment :

- En épargne, l'implémentation de la provision pour participation aux excédents à un niveau entité, de la contrainte de participation aux bénéfices minimale et de la provision pour risque d'exigibilité (hausse de 883 M€ dans le contexte économique du 31/12/2013),
- En emprunteur, le passage à un modèle mensuel et la calibration de nouvelles lois d'expérience (hausse de la VIF 282 M€),
- Sur les frais de tous les segments d'activité, la revue des coûts unitaires et la nouvelle modélisation des frais de structure (hausse de 145 M€ au global),
- L'utilisation du générateur de scenarii économiques LMM+ (+146 M€) et la diffusion des spreads de crédit corporate (-59 M€).

La valeur de la nouvelle production contribue en 2014 à hauteur de +208 M€ à l'évolution de la MCEV©. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 677 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle augmentent la VIF de 310 M€ principalement sous l'effet de mouvements de provisions dont la charge est comptabilisée dans l'ANR. L'expérience récente a conduit CNP Assurances à revoir certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, générant un impact global de +206 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élevaient au niveau du Capital Requis à 214M€. Les émissions de dettes subordonnées pour un montant de 1000M€ en 2014 se sont traduites par une baisse du capital requis MCEV et une hausse de 116 M€ sur la VIF.

La conjoncture économique a un effet négatif sur la valeur de 537 M€. Dans le contexte de baisse des taux, la hausse des richesses initiales sur les actifs en représentation des fonds propres et des provisions ne compense pas l'augmentation des coûts des options de rachat et de taux présentes dans les gammes d'épargne et de retraite ainsi que le coût de la participation aux bénéfices minimale désormais modélisée au niveau entité. Ce poste inclut également les effets de la dotation de la provision pour participation aux excédents au niveau entité.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle regroupent principalement des écarts de fiscalité et le paiement de l'amende ACPR pour 40 M€.

L'ajustement final correspond principalement à l'impact de l'acquisition de 51 % des filiales d'assurance vie et non vie de Santander Consumer Finance, les éléments incorporels Goodwill et DIR/DAC n'étant pas reconnus en MCEV.

- Amérique Latine

Normes MCEV© - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2013	714	519	194	573	1 287
Ajustements initiaux	-175	-175	0	5	-170
MCEV 2013 ajustée	539	344	194	579	1 117
Contribution de la nouvelle production	8	-60	68	134	142
Contribution du stock de contrats	24	24	0	91	115
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	169	203	-33	-169	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	67	72	-5	5	73
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	-9	-9
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	269	239	30	52	321
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-7	-8	0	-8	-16
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-11	-11	0	0	-11
Total MCEV earnings	250	220	30	44	294
Ajustements finaux	31	29	2	6	37
MCEV 2014	820	594	227	628	1 448

La MCEV[©] 2013 de Caixa Seguradora ajustée du dividende 2013, des améliorations de méthode et de modèle, s'établit à 1 117 M€. Les affaires nouvelles contribuent pour 142 M€ à change courant à la croissance de la MCEV[©].

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent :

- au niveau de la VIF (5M€) de mouvements de provisions ;
- au niveau de l'ANR (67 M€), d'une sinistralité plus faible qu'anticipée notamment sur les portefeuilles emprunteur et prévoyance.

La hausse des taux d'intérêts conduit à des moins-values latentes obligataires réduisant l'ANR de Caixa Seguradora de 7 M€.

La baisse du taux de change brésilien augmente la MCEV[©] de 37 M€.

- Europe hors France

Normes MCEV [®] - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2013	640	435	204	230	870
Ajustements initiaux	-29	-94	65	-7	-36
MCEV 2013 ajustée	610	341	269	223	834
Contribution de la nouvelle production	-29	-70	41	36	7
Contribution du stock de contrats	9	9	0	30	38
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	64	100	-36	-64	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	6	-4	9	19	24
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	-6	-6
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	49	35	15	14	63
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	11	11	0	9	19
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-3	-3	0	2	0
Total MCEV earnings	58	43	15	24	82
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
MCEV 2014	668	384	284	248	916

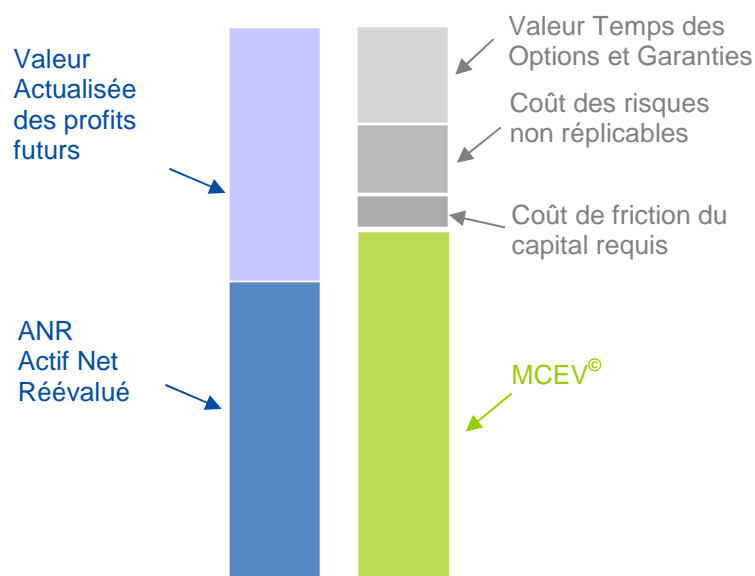
La MCEV[®] 2013 de la zone Europe hors France ajustée du dividende 2013, des améliorations de méthode et de modèle, s'établit à 834 M€.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +7 M€ à l'évolution de la MCEV[®]. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2014 par les affaires nouvelles de -29 M€ du fait en Italie de l'escompte de commission versée au réseau Unicredit. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 41 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 (Chypre, Italie) et à la dotation de provisions en Espagne liée aux développements informatiques. Ils incluent également le périmètre non modélisé à Chypre (non vie) et en Grèce, générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté. De plus, la baisse des rachats observée en Italie (épargne en UC et en Euros) explique l'écart opérationnel positif sur le capital requis.

Les effets de la conjoncture économique (19 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, espagnols et portugais enregistrée en 2014.

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. Elle est calculée avant le versement de tous dividendes et des taxes afférentes à ces dividendes. 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[®] 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.

4.1 Périmètre couvert

Le périmètre couvert concerne l'ensemble des filiales de CNP Assurances contribuant significativement à la valeur, en France, en Amérique latine et en Europe hors France.

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 Seguradora
Espagne	CNP Vida	94,47 %
	EstalVida	94,47%
	CNP Barclays Vida y Pensiones ⁵	50 %
Chypre	CNP Cyprus Insurance Holdings	50,1 %

⁵ Y compris activités au Portugal et en Italie.

Les autres entités ont été valorisées sur la base des principes IFRS. Il n'a pas été tenu compte des modifications qui interviendront sur le partenariat avec BPCE à compter du 1er janvier 2016 ni de la vente de CNP BVP qui interviendra en 2015 ni des évolutions possibles du partenariat avec La Banque Postale qui arrive à échéance fin 2015.

Entrée dans le périmètre :

Suite à l'annonce le 10 juillet 2014 d'un accord stratégique avec le Groupe Banco Santander, CNP Assurances a finalisé, après obtention des autorisations réglementaires nécessaires, l'acquisition de 51 % des filiales d'assurance vie et non-vie de Santander Consumer Finance et la conclusion d'un accord de distribution exclusif de long terme portant sur l'ensemble des produits d'assurance de protection dans 10 pays européens.

A ce stade, cette nouvelle entité a été valorisée sur la base des principes IFRS en ANR MCEV, après retraitement des incorporels.

Sortie du périmètre prévue (premier semestre 2015) :

Conformément au communiqué de presse publié le 22 décembre 2014, le groupe CNP Assurances cède à Barclays Bank sa participation de 50% dans la société espagnole CNP BVP (CNP Barclays Vida y Pensiones) pour un montant global de 453 M€, y compris dividendes exceptionnels.

Sous réserve notamment de l'accord des autorités de concurrence et du régulateur espagnol de l'assurance, le closing de cette opération est prévu avant la fin du 1er semestre 2015.

La valeur de BVP est toujours incluse dans la MCEV au 31/12/2014, la plus value de cession n'a pas été valorisée à ce stade.

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.

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 49 % du besoin de marge au 31/12/2014 au niveau de l'entité CNP Assurances.

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 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. Elle est calculée sur la base d'une méthodologie « Market Consistent » à l'exception de Caixa Seguradora pour laquelle la méthodologie traditionnelle a été conservée. Pour cette entité, les plus ou moins values latentes sont valorisées dans l'ANR.

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[®], 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 des affaires nouvelles. 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 de contrats L. 441 ;
- 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 des indices 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 ;
- Les courbes de spreads de crédit corporate (notations AAA à CCC) 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 Seguradora. 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 Seguradora 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 vers lequel 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 des affaires nouvelles

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 2014 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2014.

- 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 2014.

- 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 des affaires nouvelles 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 des affaires nouvelles 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 31/12/2014.

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 affaires nouvelles.

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, nette de coassurance et de réassurance. Par ailleurs, le taux de change correspond au taux constaté au 31/12/2014 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 bp :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux swap de 100 bp 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 bp ;
- 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.

Compte tenu du niveau bas des taux sans risque de la zone € au 31/12/2014 sur les premières maturités, la translation parallèle pour la sensibilité de 100 bp à la baisse n'est pas entièrement respectée sur la totalité de la courbe. Le CFO Forum préconise, dans ce cas, l'utilisation d'une valeur plancher à 0% (cf Guidance 17.8.1 des principes MCEV© publiés en octobre 2009), par ailleurs l'UFR n'est pas choqué.

- 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.

- 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.

- Passage à une méthodologie marginale sur la valorisation des affaires nouvelles :

En 2014, le groupe CNP Assurances a souhaité valoriser dans le cadre d'une sensibilité ses affaires nouvelles en adoptant une méthodologie dite « marginale » sur le périmètre France et Italie. Cette méthodologie se différencie de l'approche « stand-alone » actuellement utilisée par le groupe CNP Assurances dans la mesure où elle intègre une partie des richesses latentes du stock In-force. Cette méthode permet ainsi de prendre en compte le partage de richesse et la diversification au sein d'un même portefeuille entre le stock In-force et les affaires nouvelles. Les éléments présentés dans ce rapport couvrent le périmètre Epargne en Euro France et Italie.

5. Hypothèses

5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2014.

5.1.1 Courbe de référence

Maturité	Taux swap 31/12/2013	Taux swap 31/12/2014
1	0,39 %	0,16 %
2	0,56 %	0,18 %
5	1,27 %	0,36 %
10	2,23 %	0,83 %
15	2,70 %	1,18 %
20	2,85 %	1,38 %
30	3,17 %	2,01 %
Taux forward ultime	4,20 %	4,20 %
Point d'entrée de l'extrapolation	20 ans	20 ans

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 découponnée et lissée. La méthode d'extrapolation a été ajustée depuis 2013 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 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 4,2 %.

Conformément au Principe n°14 des principes MCEV[®], 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 (24 bp au 31/12/2014) 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	2013	2014
Epargne UC	15 bp	12 bp
Risque individuel	15 bp	12 bp
Assurance Emprunteur	22 bp	18 bp
Risque Collectif	22 bp	18 bp
Epargne Euro	22 bp	18 bp
Retraite individuelle	22 bp	18 bp
Retraite collective	22 bp	18 bp

5.1.1 Calibrage du modèle de taux

Le modèle de génération retenu pour les taux nominaux a évolué en 2014 et se base maintenant sur le Libor Market Model Plus (LMM+) à deux facteurs. Les volatilités 20Y swaption ATM de marchés retenues pour le calibrage sont les suivantes :

Termes	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV© 31/12/2013	23,7%	24,3%	24,0%	21,7%	18,4%
MCEV© 31/12/2014	43,5%	41,2%	36,0%	32,5%	28,4%

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.

5.1.2 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.

Les paramètres de volatilité ont été calibrés à partir des volatilités implicites ATM forward sur l'indice Eurostoxx 50 au 31/12/2014.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV© 31/12/2013	17,8%	18,9%	20,1%	20,6%
MCEV© 31/12/2014	20,7%	20,8%	20,7%	20,8%

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 %.

5.1.3 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate

Le groupe CNP Assurances a intégré en 2014 un modèle de diffusion des spreads de crédit corporate, le modèle Credit G2 (JLT). Les paramètres du modèle sont calibrés afin de reproduire le niveau de spread d'une obligation de notation A et de maturité 7 ans (52 bps au 31/12/2014) avec la matrice de transition historique suivante :

		Rating en fin de période							
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
Rating en début de période	AAA	94,0%	5,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	AA	2,3%	89,5%	7,1%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%	0,1%
	A	1,6%	3,2%	89,4%	4,8%	0,4%	0,4%	0,0%	0,2%
	BBB	1,5%	1,5%	5,2%	88,3%	2,0%	0,5%	0,5%	0,4%
	BB	0,1%	0,6%	1,3%	6,7%	82,2%	6,8%	0,6%	1,7%
	B	0,0%	0,1%	1,3%	1,8%	6,5%	80,8%	5,3%	4,3%
	CCC	0,0%	0,0%	1,1%	1,4%	2,6%	8,7%	73,3%	12,8%
	Default	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	Post 2019
Taux d'actualisation	MCEV© 13	12,7%	12,8%	12,5%	12,2%	11,5%	11,3%	11,3%
Rendement des actifs		10,3%	10,5%	10,0%	9,5%	8,3%	8,0%	8,0%
Inflation		5,8%	5,9%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%
Prime de risque		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Taux d'actualisation	MCEV© 14	13,6%	14,0%	13,5%	12,9%	12,5%	11,9%	11,9%
Rendement des actifs		11,8%	12,5%	11,7%	10,6%	10,0%	9,0%	9,0%
Inflation		6,4%	6,5%	5,7%	5,5%	5,5%	4,5%	4,5%
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 3,2576 au 31/12/2013 à 3,2207 au 31/12/2014.

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	Bésil	Chypre
MCEV© 31/12/2013	38 % ⁷	34,32 %	30 %	29 %	40 % ⁶	12,5 %
MCEV© 31/12/2014	38 % ⁸	34,32 %	28%	28,50%	40 % ⁶	12,5 %

⁶ A l'exception de CAIXA Consorcio dont le taux d'imposition a été maintenu à 34 %.

⁷ Majoration exceptionnelle qui porte sur l'impôt payé en 2013 et 2014. Postérieurement à 2014, le taux d'impôt s'élève à 34,43 %.

⁸ Majoration exceptionnelle qui porte sur l'impôt payé en 2014 et 2015. Postérieurement à 2015, le taux d'impôt s'élève à 34,43 %.

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 2,5 % au 31/12/2014 (2,4 % au 31/12/2013).

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.

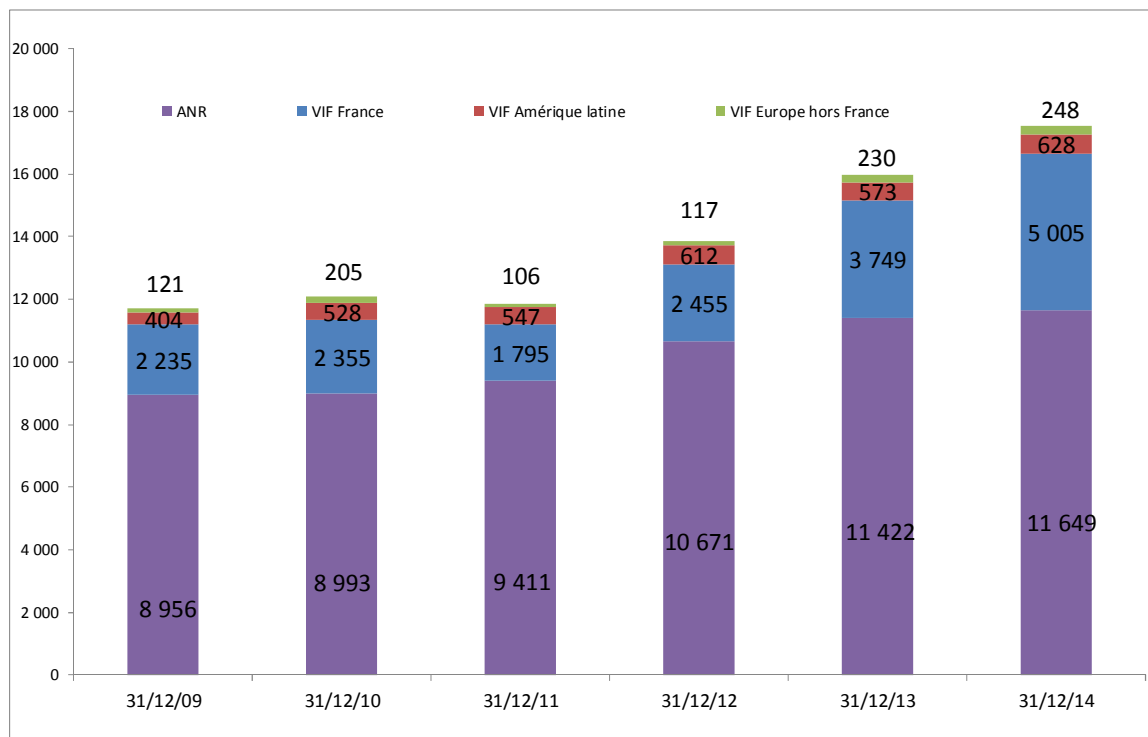
Un taux d'inflation annuelle de 1 % est appliqué aux coûts unitaires pour les entités européennes.

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.

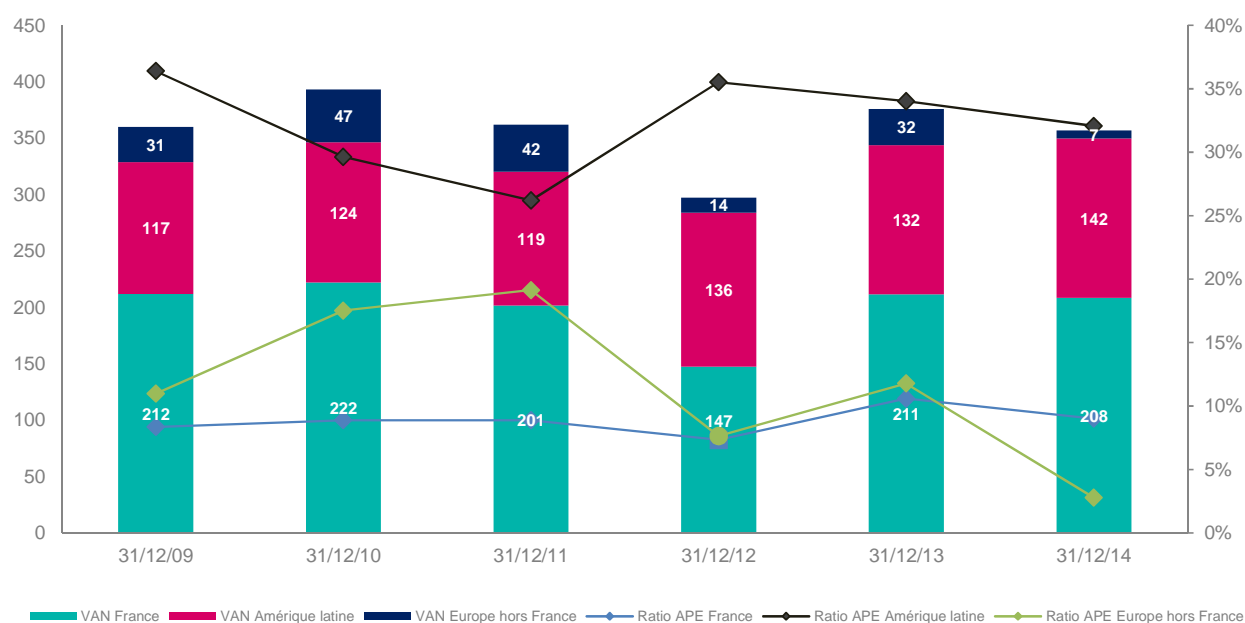
6. Evolution de la MCEV[®] depuis 2009

6.1 Historique MCEV[®] (en M€)



L'historique de la MCEV[®], établie conformément aux principes du CFO Forum, montre la résilience de la MCEV[®] du groupe CNP Assurances aux différents chocs.

6.2 Historique VAN (en M€ et ratio APE en %)



7. Rapport sur l'Embedded Value

A l'attention du Directeur Financier Groupe de CNP Assurances

En tant que commissaires aux comptes de CNP Assurances et en réponse à votre demande, nous avons examiné l'information sur la Market Consistent Embedded Value (MCEV^{®1}) concernant la MCEV[®] et ses composantes, la valeur des affaires nouvelles, l'analyse de mouvement et les sensibilités (ci-après désignée l'« Information MCEV[®] ») au 31 décembre 2014 du groupe CNP Assurances, présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2014 (ci-après désigné « Rapport EV ») attaché au présent rapport.

L'Information MCEV[®] et les hypothèses sur lesquelles elle repose ont été établies sous la responsabilité de la direction. Les méthodes et les principales hypothèses retenues sont détaillées dans le Rapport EV. Il nous appartient, sur la base de nos travaux, d'exprimer une conclusion sur la cohérence des résultats de l'Information MCEV[®] avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction et avec les principes MCEV[®] et le guide d'application publiés par le CFO Forum en octobre 2009, et sur la cohérence de l'information comptable utilisée avec celle des états financiers consolidés au 31 décembre 2014.

Nos travaux, qui ne constituent pas un audit, ont été réalisés conformément aux normes d'exercice professionnel, et visent à aboutir à une conclusion fondée sur des diligences appropriées.

Nos travaux ont consisté à :

- Comprendre les procédures permettant l'établissement de l'Information MCEV[®],
- Effectuer une revue de l'approche « market consistent » retenue par la direction et décrite dans le Rapport EV au regard de sa cohérence avec les principes MCEV[®] et le guide d'application publiés par le CFO Forum,
- Effectuer une revue de la cohérence de la méthodologie appliquée avec celle décrite dans le Rapport EV,
- Revoir la cohérence des données financières utilisées et leur cohérence avec les données observables de marché,
- Revoir la cohérence des hypothèses techniques retenues au regard de l'expérience passée, actuelle, et attendue dans le futur,
- Vérifier la cohérence des résultats présentés dans l'Information MCEV[®] avec la méthodologie et les hypothèses décrites dans le Rapport EV,
- Vérifier la cohérence de l'information comptable et des autres données sous-jacentes ayant servi à préparer l'Information MCEV[®] avec les états financiers et les livres comptables sous-jacents au 31 décembre 2014,
- Obtenir l'information et les explications que nous avons jugées nécessaires.

Nous rappelons que l'Embedded Value est calculée sur la base d'hypothèses et de prévisions présentant par nature un caractère incertain. Par conséquent les résultats réels pourront différer de ceux attendus dans l'Information MCEV[®]. Nous n'exprimons ainsi aucune conclusion sur la possibilité de réalisation des prévisions.

Concernant Caixa Seguros, nous notons que l'Embedded value a été calculée en utilisant une approche traditionnelle selon laquelle les risques sont évalués en ajoutant une prime de risques dans le taux d'actualisation. Concernant le partenariat avec BPCE, nous notons que les accords définitifs n'ont pas été pris en compte dans l'Embedded value à fin 2014, ces nouveaux accords étant intervenus postérieurement à la clôture et n'entrant en vigueur qu'à compter de 2016.

Sur la base de nos travaux, nous n'avons pas d'observations à formuler sur :

- la cohérence des résultats de l'Information MCEV[®] au 31 décembre 2014 présentés dans le rapport EV avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction qui sont cohérentes avec les principes 1 à 16 de la MCEV[®] et le guide d'application publiés par le CFO Forum en octobre 2009,
- la cohérence de l'information comptable utilisée avec celle des états financiers consolidés du groupe CNP Assurances au 31 décembre 2014, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification le 26 février 2015.

Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 19 février 2015

PricewaterhouseCoopers Audit
Eric Dupont Eric Demerlé

Mazars
Jean-Claude Pauly Grégory Boutier

¹ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008