

RAPPORT EMBEDDED VALUE AU 31 DECEMBRE 2015



SOMMAIRE

1.	Introduction	3
1.1	<i>Périmètre couvert.....</i>	3
1.2	<i>Discussions au niveau du CFO Forum</i>	4
2.	Résultats	5
2.1	<i>Valeur des Affaires Nouvelles (VAN) au 31 décembre 2015.....</i>	5
2.2	<i>MCEV® au 31 décembre 2015</i>	6
2.3	<i>Actif Net Réévalué.....</i>	6
2.4	<i>Sensibilités</i>	7
2.5	<i>Analyse des écarts Groupe.....</i>	7
2.6	<i>Operating Free Cash Flow.....</i>	9
2.7	<i>Analyse des écarts Free Surplus Groupe</i>	10
2.8	<i>IDR Implied Discount Rate.....</i>	10
3.	Résultats détaillés par zone géographique	11
3.1	<i>VAN</i>	11
3.2	<i>VIF.....</i>	13
3.3	<i>Sensibilités</i>	14
3.4	<i>Analyse des écarts par zone géographique.....</i>	15
3.5	<i>Hypothèses économiques.....</i>	18
3.6	<i>Taux d'imposition</i>	19
3.7	<i>Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables</i>	20
3.8	<i>Hypothèses non économiques.....</i>	20
4.	Méthodologie	21
4.1	<i>Actif Net Réévalué.....</i>	21
4.2	<i>Valeur d'In-Force.....</i>	22
4.3	<i>Valeur des affaires nouvelles</i>	24
4.4	<i>Sensibilités</i>	26
5.	Evolution de la MCEV® depuis 2009	28
5.1	<i>Historique VAN (en M€ et ratio APE en %).</i>	28
5.2	<i>Historique MCEV (en M€)</i>	28
6.	Rapport sur la Market Consistent Embedded Value	29

1. Introduction

Le groupe CNP Assurances (le « Groupe ») publie à chaque fin d'exercice la valeur intrinsèque de ses portefeuilles de contrats d'assurance de personnes (« Embedded Value » ou « EV ») et la valeur des affaires nouvelles (« VAN ») souscrites au cours de l'exercice. A l'exception de la valorisation de l'Amérique Latine, qui demeure basée sur une méthodologie traditionnelle d'Embedded Value, les valeurs publiées reposent sur les principes édictés par le CFO Forum en juin 2008 et amendés en octobre 2009, « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » (les « principes MCEV[©]¹ » ou « normes MCEV[©] »).

L'Embedded Value et la VAN représentent une valeur économique des affaires en portefeuille et des affaires nouvelles, déterminée selon une méthodologie d'évaluation des actifs et des passifs cohérente avec le marché (« market-consistent »). Tous les calculs sont réalisés en part du Groupe, nets de réassurance et de coassurance externe. Les différents aspects terminologiques relatifs aux principes MCEV[©] sont rappelés en annexe et sont supposés connus dans le corps de ce rapport.

Ce rapport présente les résultats, la méthodologie et les hypothèses retenues pour calculer l'Embedded Value du Groupe au 31 décembre 2015. Ces éléments ont fait l'objet d'une revue externe par les cabinets PwC et Mazars, dont l'opinion est reprise en section 6 de ce rapport.

1.1 Périmètre couvert

L'activité du Groupe se concentre principalement sur des activités d'assurance de personnes :

- Epargne Individuelle en euros et en unités de compte ;
- Retraite Individuelle et Collective ;
- Prévoyance Individuelle et Collective ;
- Couverture de prêts.

Le périmètre couvert pour l'Embedded Value concerne l'ensemble des activités d'assurance de personnes des entités du Groupe contribuant significativement à la valeur, sur les trois zones géographiques dans lesquelles le Groupe est implanté : la France, l'Amérique Latine et l'Europe hors France.

Zone Géographique	Pays	Entité	Quote-part détenue
France	France	CNP Assurances	Entité consolidante
	France	CNP Caution	100,00%
	France	Préviposte	100,00%
	France	ITV	100,00%
	France	La Banque Postale Prévoyance	50,00%
	France	MFPrévoyance	65,00%
Amérique Latine	Brésil	Caixa Seguradora	51,75%
	Argentine	CNP Argentina	76,47%
Europe hors France	Italie	CNP Unicredit Vita	57,50%
	Espagne	CNP Partners	99,50%
	Chypre	CNP Cyprus Insurance Holdings	50,10%
	Irlande	CNP Santander Insurance	51,00%

¹ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

Les principales modifications du périmètre du Groupe au cours de 2015 sont :

- la sortie de CNP BVP : conformément au communiqué de presse publié le 22 décembre 2014 et avec l'accord des autorités de concurrence et du régulateur espagnol de l'assurance, le Groupe a cédé 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 en avril 2015. La valeur de BVP n'est plus incluse dans la MCEV au 31 décembre 2015 ;
- l'intégration de CNP Santander : suite à l'annonce le 10 juillet 2015 d'un accord stratégique avec le groupe Banco Santander, le Groupe 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. Cette nouvelle entité a été incluse dans le périmètre au 1^{er} janvier 2015.

Le périmètre des entités couvertes a par ailleurs évolué sur l'Amérique Latine avec l'inclusion dans le périmètre couvert de la filiale CNP Argentina et de la filiale de Caixa Seguradora, Odonto Empresas.

Les entités non couvertes ont été valorisées sur la base de leurs fonds propres IFRS retraités des éléments incorporels.

1.2 Discussions au niveau du CFO Forum

La Directive Solvabilité 2 est entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2016. Le CFO Forum n'a pas émis d'exigences ou de recommandations pour les publications selon les principes MCEV© à fin 2015. Néanmoins, les méthodes requises par la nouvelle réglementation prudentielle peuvent être utilisées, notamment au niveau de la courbe des taux de référence.

CNP Assurances a initié en 2015 une réflexion sur les modifications à apporter aux calculs d'Embedded Value dans un environnement Solvabilité 2. Dans ce cadre, une analyse de sensibilité complémentaire a été réalisée sur le capital requis. Les options méthodologiques retenues à fin 2015 sont précisées dans la suite du rapport.

2. Résultats

2.1 Valeur des Affaires Nouvelles (VAN) au 31 décembre 2015

Normes MCEV©		2015		2014		Variation	
		M€	€/Action ²	M€	€/Action	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	779	1,1	764	1,1	15	2,0%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-195	-0,3	-247	-0,4	52	-21,0%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-44	-0,1	-47	-0,1	4	-7,8%
CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-77	-0,1	-58	-0,1	-19	32,9%
VAN	Valeur Affaires Nouvelles	463	0,7	412	0,6	52	12,6%
APE	APE ³	3 195		2 998		197	6,6%
VAP	VAP ⁴	27 741		26 513		1 228	4,6%
Ratio APE	Ratio APE	14,5%		13,7%		0,8%	5,6%
Ratio VAP	Ratio VAP	1,7%		1,6%		0,1%	7,6%

² Nombre d'actions au 31/12/2015 : 686 618 477

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 souscrites dans l'année.

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

La valeur des affaires nouvelles 2015 du Groupe s'établit à 463 M€ en hausse de 12,6% par rapport à 2014 (412 M€ avec la méthode marginale et 357 M€ avec la méthode « stand-alone »). L'essentiel de la hausse de la VAN provient de la France et de l'Europe hors France :

- en France, elle reflète la progression des investissements en unités de compte dans la collecte en Epargne (+3 pts), ainsi qu'une augmentation de la collecte en Emprunteur (+42%) ;
- en Europe hors France, elle est due à l'intégration de CNP Santander ainsi qu'à la bonne performance des activités italiennes avec la croissance de l'Epargne UC et le redressement de l'Epargne €.

Le ratio APE du Groupe est en augmentation de 5,6% et s'élève à 14,5% en 2015 contre 13,7% en 2014.

Les évolutions détaillées par zone géographique sont présentées à la section 3.1.2 de ce rapport.

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

Normes MCEV© - M€	VAN	Variation	Ratio APE
Valeur Affaires Nouvelles 2014	412		13,7%
Mise à jour du modèle	377	-34	12,7%
Mise à jour du volume APE	416	39	12,7%
Mise à jour du Mix Produit	492	76	15,0%
Mise à jour de l'expérience	599	107	18,2%
Mise à jour des marchés financiers	498	-101	15,1%
Mise à jour du taux d'impôt	489	-10	14,8%
Mise à jour du taux de change	463	-25	14,5%
Valeur Affaires Nouvelles 2015	463	52	14,5%

Les ajustements initiaux contiennent principalement un changement de méthodologie sur la courbe des taux de référence qui prend en compte un « credit risk adjustment » et un « volatility adjustment » pour s'aligner avec les dispositions prudentielles Solvabilité 2.

La mise à jour du mix produit est portée principalement par la France avec une évolution de la collecte plus favorable sur des réseaux et produits affichant de meilleurs taux de marge ainsi que la baisse des TMG.

La mise à jour des hypothèses économiques s'est traduite principalement par une baisse de -89 M€ sur la VAN France. Cette baisse est concentrée sur les segments Epargne/Retraite. L'écartement des spreads de crédit ainsi que la nouvelle allocation d'actifs ont impacté négativement les rendements des nouveaux investissements considérés dans la valorisation des affaires nouvelles (investissements à la monnaie sans plus-values).

Un taux de change moyen a été utilisé pour la VAN 2015 plutôt qu'un taux de change de clôture utilisé les années antérieures. L'impact de ce changement sur la VAN 2014 aurait été de 4 M€ (le taux de change moyen en 2014 est

de 3,1211 BRL / € contre 3,2207 BRL / € pour le taux de clôture) et il est de 20 M€ sur la VAN 2015 (le taux de change moyen en 2015 est de 3,7038 BRL / € contre 4,31137 BRL / € pour le taux de clôture).

2.2 MCEV© au 31 décembre 2015

Normes MCEV©	MCEV 2015 avant distribution de dividendes 2015		MCEV 2014 distribution de dividendes 2014		Variation avant distribution de dividendes 2015		MCEV 2014 avant distribution de dividendes 2014	
	M€	€/ Action ²	M€	€/ Action ²	M€	%	M€	€/ Action ²
ANR - Actif Net Réévalué	12 558	18,3	11 121	16,2	1 437	13%	11 649	17,0
Capital Requis	6 722	9,8	7 766	11,3	-1 044	-13%	7 766	11,3
Free Surplus	5 836	8,5	3 355	4,9	2 481	74%	3 883	5,7
VIF - Valeur d'In Force	6 685	9,7	5 881	8,6	804	14%	5 881	8,6
Valeur Actuelle des Profits Futurs	11 206	16,3	10 376	15,1	830	8%	10 376	15,1
Valeur Temps des Options & Garanties	-2 960	-4,3	-3 040	-4,4	80	-3%	-3 040	-4,4
Coût de Friction du Capital Requis	-811	-1,2	-896	-1,3	85	-9%	-896	-1,3
Coûts des Risques Non Réplicables	-750	-1,1	-559	-0,8	-191	34%	-559	-0,8
MCEV© -Market Consistent Embedded Value	19 243	28,0	17 001	24,8	2 242	13%	17 530	25,5

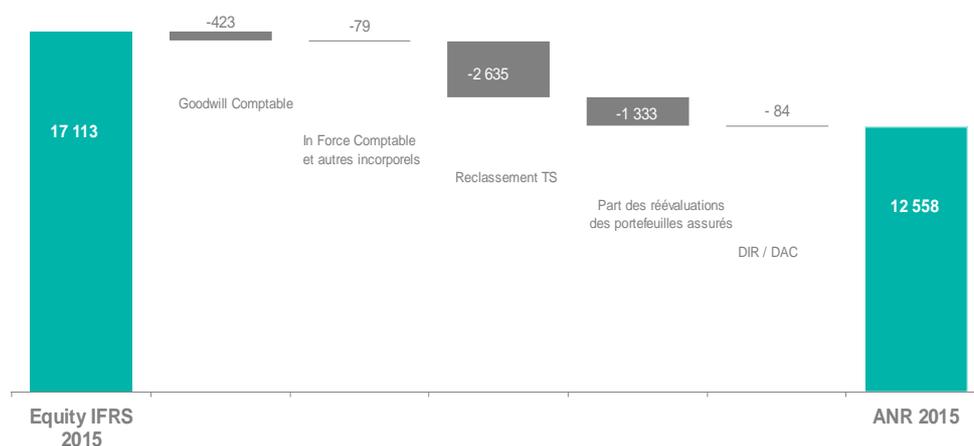
(2) Nombre d'actions au 31/12/2014 et au 31/12/2015 : 686 618 477.

La valeur de la MCEV© 2015 du Groupe s'établit à 19 243 M€ en augmentation de 2 242 M€ entre 2014 et 2015, soit une hausse de 13% par rapport à la valeur 2014 après dividendes. Cette évolution est la résultante d'une augmentation de la VIF de 14% et de l'ANR de 13%.

Une analyse détaillée des principaux facteurs explicatifs des changements observés est présentée dans les sections suivantes. Le section 3.2 présente en particulier la décomposition par zone géographique.

2.3 Actif Net Réévalué

L'ANR se déduit des capitaux propres comptables IFRS après certains retraitements détaillés dans la section 4.1. Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS avec l'ANR au 31 décembre 2015 :



2.4 Sensibilités

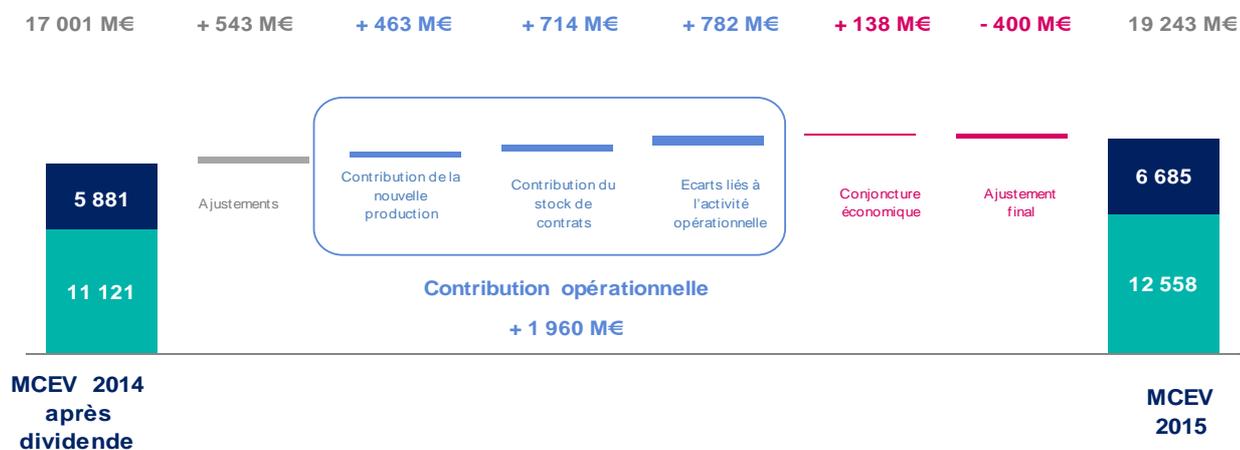
Les sensibilités préconisées par les principes MCEV© sont présentées ci-dessous, conjointement avec une sensibilité au capital requis anticipant l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 dès le 1^{er} janvier 2016.

Normes MCEV©	ANR M€	VIF M€	MCEV M€	VAN M€
MCEV - Market Consistent Embedded Value	12 558	6 685	19 243	463
Courbe des taux + 100bp	-416	1 386	970	74
Courbe des taux - 100bp	411	-1 900	-1 489	-142
VA + 10bp		234	234	34
VA = 0 bp		-598	-598	-52
Actions -10%	-377	-809	-1 185	
Rachats -10%		218	218	29
Coûts -10%		382	382	29
Capital Requis		73	73	6
Capital requis S2 ^(a)		138	138	8
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-106	-106	-1
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		188	188	69
Volatilité taux +25%		-201	-201	-27
Volatilité actions +25%		-686	-686	-18

(a) Sensibilité additionnelle ajoutée au 31/12/2015.

La méthodologie d'application des sensibilités est détaillée dans la partie 4.4 de ce rapport.

2.5 Analyse des écarts Groupe



Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la VIF et l'ANR, lui-même décomposé entre Free Surplus et Capital Requis :

Normes MCEV© - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2014	11 649	3 883	7 766	5 881	17 530
Ajustements initiaux	-175	16	-191	189	15
MCEV 2014 ajustée	11 474	3 899	7 575	6 070	17 544
Contribution de la nouvelle production	-38	-779	740	502	463
Contribution du stock de contrats	79	79	0	635	714
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	1 036	1 705	-669	-1 036	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-8	-50	42	618	610
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	95	95
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	750	-750	77	77
Contribution de l'activité opérationnelle	1 069	1 706	-637	891	1 960
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	212	369	-157	-73	140
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	27	16	11	-28	-1
Total MCEV earnings	1 308	2 091	-783	790	2 098
Ajustements finaux	-225	-155	-70	-175	-400
MCEV 2015	12 558	5 836	6 722	6 685	19 243

Les principaux événements de l'exercice sont :

- le renouvellement des accords BPCE ;
- la mise en place d'un partenariat avec AG2R La Mondiale en France, sans impact sur la valeur ;
- l'absorption de l'activité de CNP IAM par CNP Assurances et CNP Caution ;
- la levée d'une incertitude règlementaire sur la revalorisation au taux minimum garanti de versements futurs ;
- l'intégration de CNP Santander dans la valeur d'ouverture de l'Europe hors France ;
- la cession de BVP sur le périmètre de l'Europe hors France ;
- l'intégration de CNP Argentina dans la valeur d'ouverture de l'Amérique Latine.

Les accords avec LBP n'ont pas été pris en compte dans la MCEV 2015 ayant été conclus postérieurement à la clôture.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-175 M€) principalement du fait du paiement du dividende 2014 (-528 M€) et de l'intégration de CNP Santander. L'ajustement positif sur la VIF (+189 M€) est dû principalement à des améliorations du modèle Epargne sur le périmètre France.

La VAN contribue à hauteur de 463 M€ à l'évolution de l'EV. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2015 par les affaires nouvelles pour -38 M€. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à 740 M€.

La contribution du stock de contrats (+714 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+635 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+79 M€). Par ailleurs, le résultat 2015 rattaché à la VIF du 31 décembre 2014 est transféré vers l'ANR sans impact sur l'EV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de 618 M€ et proviennent principalement des dotations de provisions et PPE non anticipées dans les projections de fin 2014. Ces richesses supplémentaires améliorent le niveau de marge future et réduisent le coût des options et garanties.

Les changements d'hypothèses opérationnelles conduisent à une hausse de 95 M€ sur la VIF. Les autres mouvements liés à l'activité opérationnelle représentent les impacts de l'émission de titres subordonnés pour un montant de 750 M€.

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique couvrent :

- les effets liés à la cession de BVP ;
- une hausse des taux d'actualisation en Amérique Latine ;
- une hausse des richesses latentes et leur impact favorable sur l'ANR et sur la VIF.

L'ajustement final correspond principalement aux effets de change.

Une analyse détaillée par zone géographique est présentée dans la section 3.4.

2.6 Operating Free Cash Flow

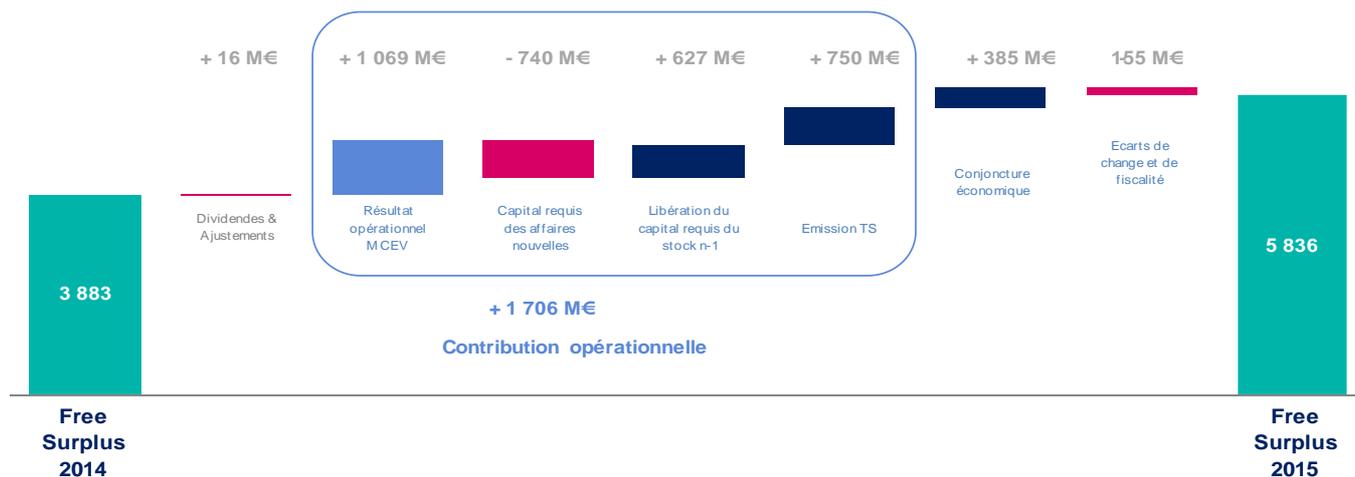
L'indicateur « Operating Free Cash-Flow », ou Cash flow disponible dégagé par les activités opérationnelles matérialise la capacité du Groupe à dégager du Free Surplus pour payer ses dividendes et se développer via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

- M€ -	Groupe 2014	Groupe 2015
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 103	1 036
Produits financiers du Free Surplus	74	79
Libération de capital requis vers le Free Surplus	820	669
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	703	700
Contribution attendue de l'In-Force	2 700	2 485
Capital requis au titre de la nouvelle production	-787	-740
Résultat attribuable à la nouvelle production	-31	-38
Capital requis au titre des affaires nouvelles	-818	-779
Operating Free Cash Flow	1 882	1 706
<i>dont TS</i>	<i>1 000</i>	<i>750</i>

L'Operating Free Cash Flow diminue à 1 706 M€, soit 955 M€ hors titres subordonnés.

- M€ - 2015	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 036	804	176	55
Produits financiers du Free Surplus	79	44	28	8
Libération de capital requis vers le Free Surplus	669	598	35	37
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	700	653	43	4
Contribution attendue de l'In-Force	2 485	2 099	281	104
Capital requis au titre de la nouvelle production	-740	-592	-64	-84
Résultat attribuable à la nouvelle production	-38	-24	9	-23
Capital requis au titre des affaires nouvelles	-779	-616	-54	-108
Operating Free Cash Flow	1 706	1 483	227	-4

2.7 Analyse des écarts Free Surplus Groupe



Le Free Surplus s'établit à 5 836 M€, en hausse de 1 953 M€ par rapport à 2014. L'ajustement d'ouverture (+16 M€) est dû à des effets variés :

- le paiement de dividendes ;
- la consolidation de CNP Santander ;
- la prise en compte de la cession du stock de BPCE.

La contribution opérationnelle s'élève à 1 706 M€ :

- un résultat opérationnel 2015 de 1 069 M€ ;
- une évolution du besoin en capital requis de 113 M€ se décomposant en une dotation de 740 M€ liée aux affaires nouvelles et une libération de capital de 627 M€ sur le portefeuille en stock au 31 décembre 2014 ;
- une émission de titres subordonnés pour 750 M€.

La contribution économique est de 385 M€ et résulte principalement d'une hausse des plus-values de l'ANR.

L'ajustement final correspond principalement aux effets du taux de change.

2.8 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 5,6% au niveau du Groupe au 31 décembre 2015 contre 6,02% au 31 décembre 2014. Au 31 décembre 2015, le taux IDR est calculé sur la base d'un spread de 0 bps sur la courbe des taux de référence et d'un spread de 20 bps sur les titres obligataires de type corporate. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bps et de 230 bps (identiques au 31 décembre 2014).

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 VAN

3.1.1 Volume APE

- M€ -	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Chiffre d'affaires IFRS 2015	31 434	24 777	3 226	3 431
Chiffre d'affaires IFRS 2014	30 733	24 503	2 874	3 356
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	2,3%	1,1%	12,3%	2,2%
APE 2015	3 195	2 369	529	297
APE 2014	2 998	2 311	441	245
Taux d'évolution de l'APE	6,6%	2,5%	19,9%	21,0%
VAP 2015	27 741	23 421	2 086	2 234
VAP 2014	26 513	22 754	1 841	1 918
Taux d'évolution de la VAP	4,6%	2,9%	13,3%	16,5%

- **France**

Le volume APE en France (2 369 M€), en progression de 2,5% par rapport à 2014, est caractérisé par une progression de la collecte des contrats en Emprunteur (+42%), en unités de compte (+16%) et en Retraite (+60%). La souscription de contrats d'Epargne € subit une inflexion avec un volume APE en baisse de 6%. L'APE de la Prévoyance baisse de 11 %.

- **Amérique Latine**

Le périmètre Amérique Latine couvre les activités du groupe Caixa Seguradora et de CNP Argentina. L'activité connaît une forte progression au niveau du volume des affaires nouvelles (APE +37% à change constant) avec une hausse sur l'activité de retraite et une baisse sur l'assurance de prêts dans un contexte marqué à la fois par une hausse de l'inflation et une diminution des prêts immobiliers.

- **Europe hors France**

Le périmètre de l'Europe hors France couvre les activités de CNP Unicredit Vita, CNP Santander, CNP Partners et CNP Cyprus Insurance Holdings. L'activité s'établit à 297 M€ en forte progression (APE +21%) portée par CNP Unicredit Vita avec une hausse sur les produits d'épargne en unités de compte et CNP Santander qui entre dans le périmètre en 2015. A périmètre constant l'APE s'élève à 273 M€.

3.1.2 VAN

	Groupe		France		Amérique Latine		Europe hors France	
	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE	VAN	Ratio APE
Valeur Affaires Nouvelles 2014	412	13,7%	256	11,1%	142	32,1%	14	5,8%
Mise à jour du modèle	377	12,7%	208	9,2%	150	31,4%	19	7,8%
Mise à jour du volume APE	416	12,7%	218	9,2%	196	31,4%	23	7,8%
Mise à jour du Mix Produit	492	15,0%	288	12,2%	153	24,5%	51	17,1%
Mise à jour de l'expérience	599	18,2%	360	15,2%	181	28,9%	58	19,6%
Mise à jour des marchés financiers	498	15,1%	271	11,4%	173	27,6%	54	18,4%
Mise à jour du taux d'impôt	489	14,8%	271	11,4%	163	26,1%	54	18,4%
Mise à jour du taux de change	463	14,5%	271	11,4%	138	26,1%	54	18,3%
Valeur Affaires Nouvelles 2015	463	14,5%	271	11,4%	138	26,1%	54	18,3%
Evolution	52	0,8%	15	0,4%	-4	-6,0%	40	12,6%

- **France**

Avec un ratio APE de 11,4%, la France bénéficie d'une évolution de la collecte plus favorable sur des réseaux et produits affichant de meilleurs taux de marges ainsi que la baisse des TMG. La VAN France voit son mix produit s'améliorer sur 2015, la hausse de la collecte sur les produits en unités de compte conjuguée à une reprise de la collecte sur les nouvelles souscriptions en Emprunteur. La mise à jour de l'expérience est favorable sur 2015 et se traduit par une hausse de 3 pts sur le ratio APE. La mise à jour des hypothèses économiques s'est traduite par une baisse de -89 M€ sur la VAN soit -3,8 pts sur le Ratio APE.

- **Amérique Latine**

Le Groupe a opté pour l'utilisation d'un taux de change moyen pour la VAN 2015. L'établissement d'une VAN 2015 avec la même méthodologie qu'en 2014 aurait conduit à un résultat de 118 M€ au lieu de 138 M€. La VAN du périmètre Amérique Latine (138 M€) est en baisse de 3% à change courant mais en hausse de 8% à change et périmètre constants du fait de la forte activité en Retraite. Le ratio APE diminue du fait d'effets combinés liés à l'accroissement de la fiscalité au Brésil, la hausse des taux d'actualisation consécutif à la hausse des taux, un effet mix entre la Retraite et l'Emprunteur et une réallocation des frais.

- **Europe hors France**

La valeur des affaires nouvelles du périmètre Europe hors France est en forte progression par rapport à 2014 et s'établit à 54 M€. La hausse est portée principalement par l'intégration de la filiale CNP Santander et son activité en assurance de prêts, par les ventes importantes sur les produits d'Epargne en unités de compte en Italie et par le redressement de la profitabilité des produits d'Epargne € en Italie (à périmètre constant, la valeur des affaires nouvelles passe de 14 M€ à 25 M€ portée par la bonne performance des activités italiennes). Le ratio APE augmente de 5,8% à 18,3% pour les mêmes raisons.

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

Normes MCEV©		Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France	
2015	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	779	573	147	59
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-195	-193	0	-1
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-44	-34	-9	-1
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-77	-75	0	-2
	VAN	Valeur Affaires Nouvelles	463	271	138	54
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	3 195	2 369	529	297
	VAP	Valeur actuelle des Primes	27 741	23 421	2 086	2 234
	Ratio VAN / APE	14,5%	11,4%	26,1%	18,3%	
	Ratio VAN / VAP	1,7%	1,2%	6,6%	2,4%	
2014	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	764	586	152	26
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-247	-241	0	-6
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-47	-34	-11	-2
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-58	-54	0	-4
	VAN	Valeur Affaires Nouvelles	412	256	142	14
	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	13,7%	11,1%	32,1%	5,8%	
	Ratio VAN / VAP	1,6%	1,1%	7,7%	0,7%	
Evolution	VAN	M€	52	15	-4	40
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	197	58	88	52
	VAP	Valeur actuelle des Primes	1 228	667	245	316
		%	12,6%	5,9%	-2,6%	286,0%
		Ratio VAN / APE	0,8%	0,4%	-6,0%	12,6%
	Ratio VAN / VAP	0,1%	0,0%	-1,1%	1,7%	

3.1.3 Duration

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

	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Epargne & Retraite	13,1	13,6	4,9	5,8
Prévoyance et Risque	9,4	10,9	3,4	3,0

3.2 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€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	€/ Action
MCEV 2015	Valeur In Force	6 685	9,7	5 916	8,6	543	0,8	225	0,3
	Valeur Actuelle des Profits Futurs	11 206	16,3	10 368	15,1	587	0,9	252	0,4
	Valeur Temps des Options & Garanties	-2 960	-4,3	-2 951	-4,3	0	0,0	-10	0,0
	Coût de Friction du Capital Requis	-811	-1,2	-762	-1,1	-44	-0,1	-5	0,0
	Coûts des Risques Non Réplicables	-750	-1,1	-738	-1,1	0	0,0	-12	0,0
MCEV 2014	Valeur In Force	5 881	8,6	5 005	7,3	628	0,9	248	0,4
	Valeur Actuelle des Profits Futurs	10 376	15,1	9 420	13,7	666	1,0	290	0,4
	Valeur Temps des Options & Garanties	-3 040	-4,4	-3 019	-4,4	0	0,0	-22	0,0
	Coût de Friction du Capital Requis	-896	-1,3	-852	-1,2	-38	-0,1	-6	0,0
	Coûts des Risques Non Réplicables	-559	-0,8	-544	-0,8	0	0,0	-15	0,0
Evolution	M€	804	1,2	911	1,3	-85	-0,1	-22	0,0
	%	13,7%	13,7%	18,2%	18,2%	-13,5%	-13,5%	-9,0%	-9,0%

VIF France : hors coût des TS.

La VIF du Groupe (6 685 M€), en hausse de 13,7% par rapport à 2014, bénéficie des effets de restatement en France sur l'Epargne €, des effets marchés ainsi que des écarts opérationnels suite aux dotations pour provisions en Epargne € et en Retraite Collective.

3.3 Sensibilités

3.3.1 Sensibilités VIF

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Valeur de l'In Force	6 685	5 916	543	225
Courbe des taux + 100bp	1 386	1 366	2	17
Courbe des taux - 100bp	-1 900	-1 877	-3	-21
VA + 10bp	234	230	0	5
VA = 0 bp	-598	-585	0	-13
Actions -10%	-809	-797	0	-11
Rachats -10%	218	190	22	6
Coûts -10%	382	365	7	10
Capital Requis	73	72	0	0
Capital requis S2	138	156	-18	0
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-106	-103	0	-3
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	188	159	22	7
Volatilité taux +25%	-201	-202	0	1
Volatilité actions +25%	-686	-682	0	-3

3.3.2 Sensibilités VAN

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Valeur Affaires Nouvelles	463	271	138	54
Courbe des taux + 100bp	74	64	1	9
Courbe des taux - 100bp	-142	-132	-1	-9
VA + 10bp	34	33	0	0
VA = 0 bp	-52	-51	0	-1
Rachats -10%	29	20	9	1
Coûts -10%	29	25	2	2
Capital Requis	6	6	0	0
Capital Requis S2	8	12	-4	0
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-1	-2	0	0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	69	60	5	4
Volatilité taux +25%	-27	-25	0	-1
Volatilité actions +25%	-18	-17	0	-1

3.4 Analyse des écarts par zone géographique

- France

Normes MCEV© - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2014	10 161	2 906	7 255	5 005	15 166
Ajustements initiaux	-116	131	-247	163	46
MCEV 2014 ajustée	10 045	3 037	7 008	5 167	15 212
Contribution de la nouvelle production	-24	-616	592	295	271
Contribution du stock de contrats	44	44	0	512	556
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	804	1 402	-598	-804	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-60	-97	37	569	509
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	68	68
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	750	-750	77	77
Contribution de l'activité opérationnelle	764	1 483	-719	718	1 482
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	418	525	-107	31	449
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	21	21	0	0	21
Total MCEV earnings	1 203	2 029	-826	749	1 952
Ajustements finaux	-47	-47	0	0	-47
MCEV 2015	11 201	5 019	6 182	5 916	17 117

L'Embedded Value progresse de 1 952 M€ entre 2014 et 2015.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-116 M€) principalement du fait du paiement des dividendes 2014 (-311 M€) et la consolidation des entités Santander (+194 M€). Le capital requis est en baisse suite à la prise en compte de la cession du stock BPCE.

L'ajustement positif sur la VIF (+163 M€) est dû principalement à des améliorations du modèle épargne. La VAN contribue à hauteur de +271 M€ à l'évolution de l'Embedded Value. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2015 pour -24 M€. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à 592 M€.

La contribution du stock de contrats (+556 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+512 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+44 M€). Par ailleurs, le résultat 2015 rattaché à la VIF du 31 décembre 2014 est transféré vers l'ANR sans impact sur l'Embedded Value.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de 569 M€ et proviennent principalement des dotations de provisions et PPE non anticipées dans les projections de fin 2014. Ces richesses supplémentaires améliorent le niveau de marge future et réduisent le coût des options et garanties.

Les changements d'hypothèses opérationnelles conduisent à une hausse de 68 M€ sur la VIF. Les autres mouvements liés à l'activité opérationnelle représentent les impacts de l'émission de titres subordonnés pour un montant de 750 M€.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2015 par une hausse des plus-values latentes de l'ANR et un impact favorable de 31 M€ sur la VIF.

L'ajustement final correspond principalement aux effets de change sur la réévaluation d'actifs incorporels.

- Amérique Latine

Normes MCEV [®] - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2014	820	594	227	628	1448
Ajustements initiaux	-184	-210	27	27	-157
MCEV 2014 ajustée	636	383	253	655	1291
Contribution de la nouvelle production	9	-54	64	129	138
Contribution du stock de contrats	28	28	0	108	135
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	176	211	-35	-176	0
Ecart constaté lié à l'activité opérationnelle	51	43	8	43	94
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	12	12
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	263	227	36	116	380
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-60	-60	0	-24	-84
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	13	2	11	-28	-15
Total MCEV earnings	216	168	48	64	280
Ajustements finaux	-178	-108	-70	-175	-353
MCEV 2015	675	444	231	543	1218

L'Embedded Value diminue de 230 M€ entre 2014 et 2015.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-184 M€) du fait du paiement des dividendes 2014 (-199 M€) et de l'intégration de la filiale argentine (+15 M€). L'ajustement sur le Capital Requis provient de la prise en compte du niveau des exigences de la réglementation locale au Brésil (+16 M€) et de l'intégration de la filiale argentine (+8 M€).

L'ajustement positif sur la VIF (+27 M€) est dû principalement à la modélisation de la renonciation effective des assurés à leurs droits sur une provision des contrats de Caixa Capitalizacão (+16 M€) et l'intégration de la filiale argentine (+10 M€).

La valeur des affaires nouvelles contribue à hauteur de +138 M€ à l'évolution de l'Embedded Value. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2015 par les affaires nouvelles pour +9 M€. L'augmentation du Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 64 M€.

La contribution du stock de contrats (+135 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+108 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+28 M€). Par ailleurs, le résultat 2015 rattaché à la VIF du 31 décembre 2014 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV[®].

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactant la VIF à hauteur de 43 M€ proviennent de la refonte des bases de données sous-jacentes. L'expérience récente a conduit le groupe Caixa Seguradora à revoir certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, comme les hypothèses de frais ou de sinistralité ou de rachats générant un impact global de +12 M€. Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une augmentation de l'exigence en capital de 8 M€.

Les autres mouvements, dont notamment la hausse des taux d'actualisation et d'imposition, se sont traduits en 2015 par une baisse de 100 M€ de la MCEV[®].

L'ajustement final correspond principalement aux effets de change.

- Europe hors France

Normes MCEV© - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2014	668	384	284	248	916
Ajustements initiaux	125	96	29	0	126
MCEV 2014 ajustée	793	480	313	248	1,041
Contribution de la nouvelle production	-23	-108	84	78	54
Contribution du stock de contrats	8	8	0	15	23
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	55	92	-37	-55	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	2	4	-2	5	7
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	14	14
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	41	-4	45	57	99
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-145	-95	-50	-80	-225
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-7	-7	0	0	-7
Total MCEV earnings	-111	-106	-4	-22	-133
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
MCEV 2015	683	374	309	225	908

L'Embedded Value s'établit à 908 M€ en 2015, contre 916 M€ en 2014.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (+125 M€), la VIF étant stable :

- pour l'ANR, ils correspondent principalement à l'intégration de CNP Santander (+87 M€), l'augmentation de capital et de quote-part de CNP Partners (+55 M€) ainsi qu'au paiement des dividendes en Italie (-11 M€) et à Chypre (-5 M€) ;
- pour la VIF, la valorisation de CNP Santander (+18 M€) compense les ajustements négatifs en Espagne (-11 M€) et en Italie (-6 M€), principalement liés à l'amélioration du modèle de projection et à la prise en compte de la nouvelle méthodologie de la construction de la courbe des taux.

La contribution de la nouvelle production s'établit à 54 M€, portée par la filiale CNP Santander et la filiale italienne CNP Unicredit Vita. Le résultat lié aux affaires nouvelles est négatif à hauteur de -23 M€ (dont -26 M€ sur l'Italie en raison du précompte sur les contrats d'Epargne) et nécessite une immobilisation de Capital Requis de 84 M€.

La contribution du stock de contrats est positive sur la VIF (15 M€), le passage d'une année en monde réel en 2015 permet d'augmenter la rentabilité du segment Retraite en Espagne. L'écoulement de la VIF permet de libérer 37 M€ au titre du Capital Requis, et de transférer 55 M€ vers l'ANR, portés par les résultats des stocks italiens et de la filiale CNP Santander.

Les écarts liés à l'activité opérationnelle sont liés à l'amélioration des taux de rachat sur le segment « Epargne € » en Espagne. La mise à jour de ces taux de rachat en Espagne et de la mortalité sur l'assurance Emprunteur en Italie compense l'augmentation des frais sur l'entité espagnole.

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique prennent principalement en compte la sortie de BVP par cohérence avec le traitement sur la France. Elle impacte négativement l'ANR pour -131 M€. Les variations liées aux plus-values latentes des fonds propres sont négatives (-14 M€), principalement en Espagne. La VIF baisse de 80 M€ suite à la sortie de BVP (-91 M€) compensée en partie par une baisse de la TVOG (+11 M€). La contrepartie de la sortie de BVP est prise en compte sur la France.

3.5 Hypothèses économiques

3.5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31 décembre 2015.

3.5.2 Courbe de référence

Maturité	Taux swap 31/12/2014	Taux swap 31/12/2015	
1	0,16%	0,06%	
2	0,18%	0,09%	
5	0,36%	0,45%	
10	0,83%	1,14%	
15	1,18%	1,56%	
20	1,38%	1,75%	
30	2,01%	2,27%	
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 €, les données utilisées pour déterminer la courbe des taux de référence sont issues de la courbe des taux swap découpnée et lissée. La méthode d'extrapolation a été ajustée depuis 2014 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 aux principes MCEV© qui permettent l'adoption des exigences formulées par la réglementation Solvabilité 2, la courbe des taux de référence inclut un ajustement de risque de crédit (« credit risk adjustment ») et une correction pour volatilité (« volatility adjustment ») selon les exigences réglementaires prudentielles.

Ajustements	2015
CRA	10 bps
VA	22 bps

3.5.3 Calibrage du modèle de taux

Le modèle de génération retenu pour les taux nominaux a évolué en 2015 et se base maintenant sur le Libor Market Model Plus (LMM+) à deux facteurs. Les volatilités 10Y swaption ATM de marchés retenues pour le calibrage sont les suivantes :

Termes	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV© 31/12/2014	43,5%	41,2%	36,0%	32,5%	28,4%
MCEV© 31/12/2015	52,5%	47,9%	38,4%	33,8%	42,4%

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. Les scénarios de taux issus du générateur de scénarios économiques ont fait l'objet d'un écrêtement pour ne pas conduire à des situations d'investissement dans un univers de taux négatifs. Cet aspect dégrade marginalement le caractère martingale des scénarios.

3.5.4 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 actions (modèle à 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 décembre 2015.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV© 31/12/2014	20,7%	20,8%	20,7%	20,8%	21,4%
MCEV© 31/12/2015	21,4%	21,6%	21,6%	21,6%	22,0%

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 12,77%.

3.5.5 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate

Le groupe CNP Assurances a intégré en 2015 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 (90 bps au 31 décembre 2015) avec la matrice de transition historique suivante:

		Rating en fin de période							
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
Rating en fin de période	AAA	0.94	0.06	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	AA	0.02	0.90	0.07	0.4%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%
	A	0.02	0.03	0.89	4.8%	0.4%	0.4%	0.0%	0.2%
	BBB	0.02	0.02	0.05	88.3%	1.9%	0.5%	0.5%	0.4%
	BB	0.00	0.01	0.01	6.7%	82.4%	6.8%	0.6%	1.7%
	B	0.00	0.00	0.01	1.9%	6.3%	81.0%	5.3%	4.2%
	CCC	0.00	0.00	0.01	1.4%	2.5%	8.6%	73.9%	12.4%
	Default	0.00	0.00	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

3.5.6 Hypothèses financières du Brésil

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	Post 2020
Taux d'actualisation		14,0%	13,5%	12,9%	12,5%	11,9%	11,9%	11,9%
Rendement des actifs	MCEV© 14	12,5%	11,7%	10,6%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Inflation		6,5%	5,7%	5,5%	5,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Taux d'actualisation		15,7%	16,2%	14,6%	14,6%	14,3%	14,6%	14,6%
Rendement des actifs	MCEV© 15	13,6%	14,4%	12,2%	11,0%	10,6%	10,3%	10,0%
Inflation		10,4%	6,7%	5,2%	5,0%	4,8%	5,0%	5,0%

Le taux de change moyen brésilien de l'année 2015 est de 3,7038 BRL /€ contre 4,3117 BRL / € en spot pour fin décembre. La méthodologie retenue pour 2015 prévoit l'utilisation d'un taux de change moyen sur l'année plutôt qu'un taux instantané à la date d'évaluation. L'impact du changement méthodologique sur la VAN 2015 est de 20 M€ et sur la VAN 2014 aurait été de 4 M€ (le taux de change moyen en 2014 est de 3,1211 BRL / € contre 3,2207 BRL / € pour le taux de clôture).

3.6 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	Chypre	Brésil	Argentine	Irlande
MCEV© 31/12/2014	38 %	34,32 %	30 %	12,50%	40 %	35%	12,5%
MCEV© 31/12/2015	34,43%	34,32%	25%	12,50%	45 % ⁶	35%	12,5%

⁶ Le taux d'impôt est de 45% jusqu'en 2018 puis il repasse à 40%. A l'exception de CAIXA Consorcios dont le taux d'imposition a été maintenu à 34 %.

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

3.7 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 2,7% au 31 décembre 2015 (2,5% au 31/12/2014).

3.8 Hypothèses non économiques

3.8.1 Evaluation des frais généraux

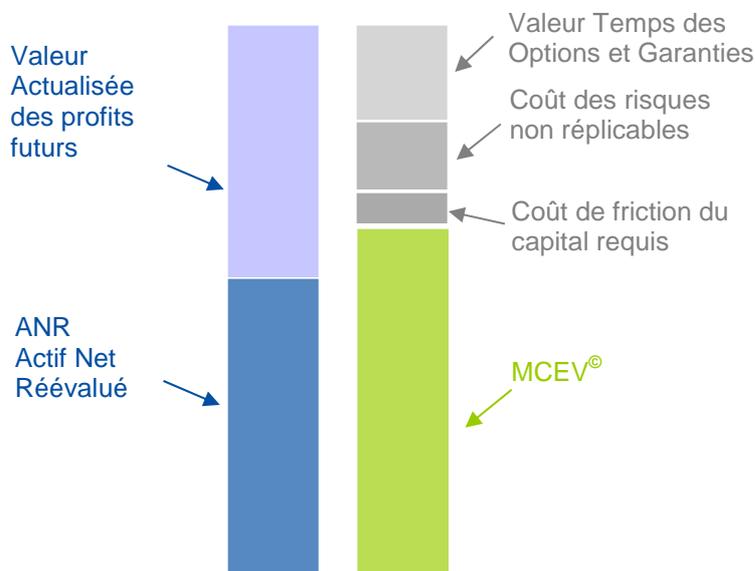
Le groupe CNP Assurances produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau. Un taux d'inflation annuel de 1% est appliqué aux coûts unitaires pour la majeure partie des entités.

3.8.2 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.

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 des dividendes et des taxes afférentes à ces dividendes. Cette valeur exclut toute prise en compte des affaires futures. La méthodologie retenue par le groupe CNP Assurances repose sur les principes MCEV®. Ce chapitre fournit des éléments d'information sur la manière dont ces principes sont appliqués par le groupe CNP Assurances.



4.1 Actif Net Réévalué

L'actif net réévalué (« ANR ») correspond à la valeur de marché des actifs qui ne sont pas en représentation des engagements d'assurance après déduction des actifs incorporels, des passifs subordonnés et de la juste valeur des autres dettes. L'ANR se réconcilie avec les capitaux propres IFRS de la manière suivante :

- l'élimination des actifs incorporels notamment les écarts d'acquisition, valeurs desaccords de distribution, des portefeuilles acquis et des frais d'acquisition reportés, sauf les frais d'acquisition pris en compte dans la projection de la VIF ;
- la déduction de la part des réévaluations des actifs financiers intégrées dans la modélisation de la valeur de portefeuille,
- la réintégration de la part des actionnaires dans les plus-values latentes non prises en compte en IFRS (notamment pour les actifs immobiliers et titres comptabilisés en coût amorti),
- le reclassement des titres subordonnés.

L'ANR est déterminé à la date d'évaluation au niveau consolidé en excluant les intérêts minoritaires et se décompose en Capital Requis et Free Surplus.

4.1.1 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 ainsi que l'ensemble des autres éléments immobilisés (par exemple : des provisions sociales imposées par le régulateur local). Le niveau de capital retenu par le groupe CNP Assurances pour son pilotage correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire selon la norme Solvabilité I,

et net de toutes autres sources de financement telles que les titres subordonnés. Ceux-ci permettent de couvrir 56,1% (moyenne par le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2015 au niveau de l'entité CNP Assurances.

Le passage au capital requis Solvabilité II sur l'ensemble des indicateurs MCEV est prévu pour le 31/12/2016.

Le coût des intérêts versés aux détenteurs de la dette subordonnée est pris en compte de manière explicite dans la valeur des affaires en portefeuille. L'approche retenue est basée sur la méthodologie présentée dans l'avis final « CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Valuation of Assets and "Other Liabilities" ». Elle consiste à retenir une évaluation des titres subordonnés tenant compte du spread à l'émission et tient compte des caractéristiques exactes des titres.

Dans cette approche, le coût des titres subordonnés émis en cours de projection ou pris en compte dans la valeur des affaires nouvelles est nul.

Afin de garantir une transition avec la nouvelle norme Solvabilité II, le CNP Assurances a réalisé une sensibilité de la MCEV avec le capital requis Solvabilité II.

4.1.2 Free Surplus

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

4.2 Valeur d'In-Force

4.2.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs (VAPF)

La VAPF correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les contrats en portefeuille à la date d'évaluation. Elle est calculée sur la base d'une méthodologie cohérente avec le marché à l'exception des activités de l'Amérique Latine pour lesquelles une méthodologie traditionnelle a été conservée.

La VAPF intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières sur les contrats en portefeuille, leur valeur temps étant prise en compte séparément dans la TVOG pour déterminer la VIF.

Les principes MCEV© permettent le recours à des ajustements de la courbe des taux de référence. Le Groupe a choisi dans ce cadre de s'aligner sur les exigences formulées par la réglementation Solvabilité 2, la courbe de taux de référence inclut ainsi un ajustement de risque de crédit (« credit risk adjustment ») et une correction pour volatilité (« volatility adjustment ») selon les exigences réglementaires prudentielles. Aucun ajustement égalisateur (« matching adjustment ») n'a été retenu pour les entités du Groupe.

4.2.2 Coût de friction du capital requis (CFCR)

La nécessité d'immobiliser le Capital Requis au titre des affaires couvertes induit un coût de portage à allouer à la valeur d'Embedded Value et des affaires nouvelles. Dans une modélisation cohérente avec le marché, 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.

4.2.3 Valeur Temps des Options et Garanties (VTOG)

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

- Garantie de taux (Taux Minimum Garanti) ;
- Garanties planchers 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 ;
- Option de Participation aux bénéfices ;
- 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. La TVOG intègre aussi l'asymétrie constatée sur les frais généraux.

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 de référence. Les scénarios sont issus du générateur Barrie & Hibbert. Ce générateur économique permet de générer 1000 scénarios projetant :

- L'évolution des indices actions ;
- 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 de maturité 1 an. 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. L'activité de Caixa Seguradora consiste principalement à couvrir des risques d'assurance, les options financières restant marginales à l'échelle du Groupe.

4.2.4 Coût des risques résiduels non répliquables (CRNR)

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 des risques non répliquables.

Le groupe 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 le groupe CNP Assurances doit tendre pour absorber sans difficulté les chocs exceptionnels, non intégrés par ailleurs dans la TVOG et la PVFP. Il correspond ainsi à la contribution de chacun des risques spécifiés au niveau de fonds propres nécessaires pour réduire la probabilité de ruine à 0,5 % à horizon 1 an.

- Risques non modélisés dans la TVOG et PFVP

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

- risque de défaut des contreparties ;
 - 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 » concernant la sinistralité, les rachats, les frais.

4.3 Valeur des affaires nouvelles

4.3.1 Définition des affaires nouvelles

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil et le volume des affaires nouvelles souscrites durant l'année 2015.

- 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.

- Retraite Collective :

La nouvelle production des contrats de Retraite Collective (L441 et ERC) est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants.

- Prévoyance Individuelle :

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

- Prévoyance Collective :

Une année de renouvellement est prise en compte sur le stock.

- 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.

4.3.2 Méthodologie

L'approche retenue pour la valorisation des affaires nouvelles est identique à celle de la valeur des contrats en portefeuille. 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 de leurs contributions aux résultats à compter de la date de souscription. Les hypothèses économiques sont basées sur les conditions de marché observées au 31 décembre 2015.

Il existe deux méthodes principales pour le calcul de la valeur des affaires nouvelles :

- La méthode « stand alone » où la valeur des affaires nouvelles est calculée sans effet de mutualisation avec les contrats en stock et les richesses existantes de la compagnie ;
- La méthode « marginale » où la valeur des affaires nouvelles est calculée avec prise en compte de la mutualisation entre les nouveaux contrats et les contrats en stock.

Conformément à la méthodologie « stand alone » retenue par le groupe CNP Assurances pour les portefeuilles hors Epargne € en France, en Italie et en Espagne, aucune richesse latente n'est valorisée. Les primes des affaires nouvelles sont investies dans de nouveaux actifs disponibles à la date d'évaluation selon la stratégie d'achat constatée dans l'année.

Pour les portefeuilles d'Epargne € en France, en Italie et en Espagne, une méthode de type « marginale » est mise en place. Cette méthode permet la mutualisation des richesses entre les contrats en portefeuille à l'ouverture et les nouveaux contrats.

4.3.3 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 générée par les affaires nouvelles est définie sur la base de la collecte nette en part du groupe, nette de coassurance et de réassurance. Le taux de change retenu au 31 décembre 2015 pour l'APE est un taux moyen identique à celui retenu pour le chiffre d'affaires IFRS.

4.4 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.

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 décembre 2015 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).

- Actions -10 % :

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact sur la valeur d'une baisse immédiate du niveau des indices actions et immobiliers de 10 %. Ce choc induit une baisse de 10 % de la valeur de marché des actifs financiers en actions et des actifs immobiliers, 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 taux annuels 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 et invalidité ainsi que les tables de mortalité ont été réduits de 5 %. Les sensibilités au risque de longévité, au risque de mortalité et au risque de maintien en 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.

- Correction pour volatilité (VA) +10 bp:

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact d'une hausse de 10bps sur la correction pour volatilité.

- Correction pour volatilité (VA) nulle:

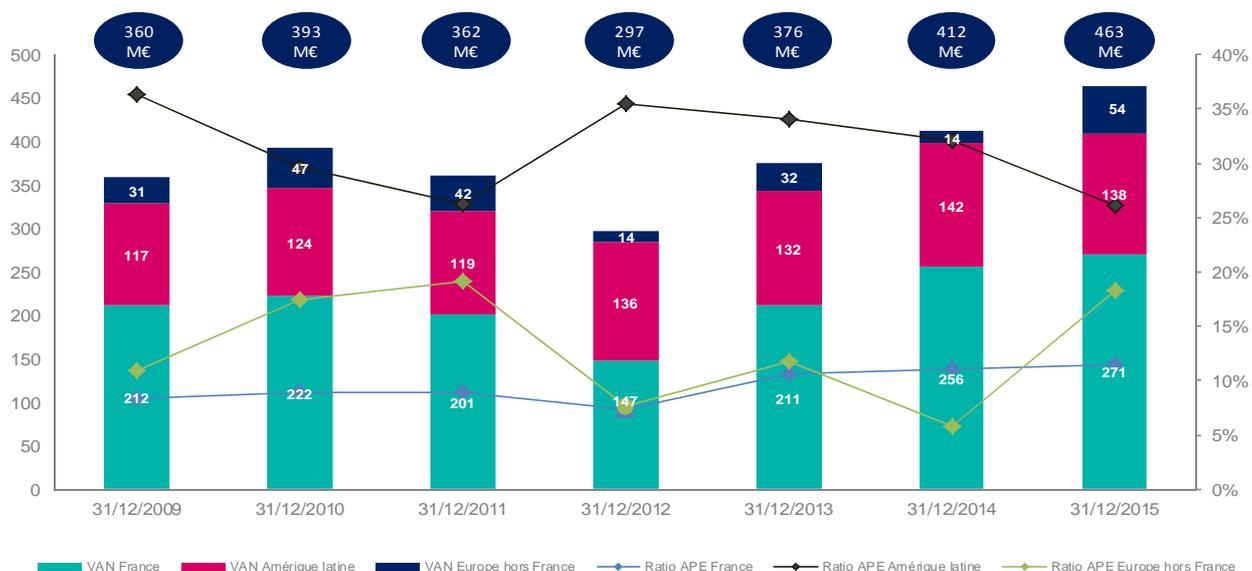
Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact de l'annulation de la correction pour volatilité (VA).

- Sensibilité de la MCEV avec le capital requis Solvabilité II:

Cette sensibilité mesure l'impact d'une évaluation à un Capital Requis Solvabilité 2.

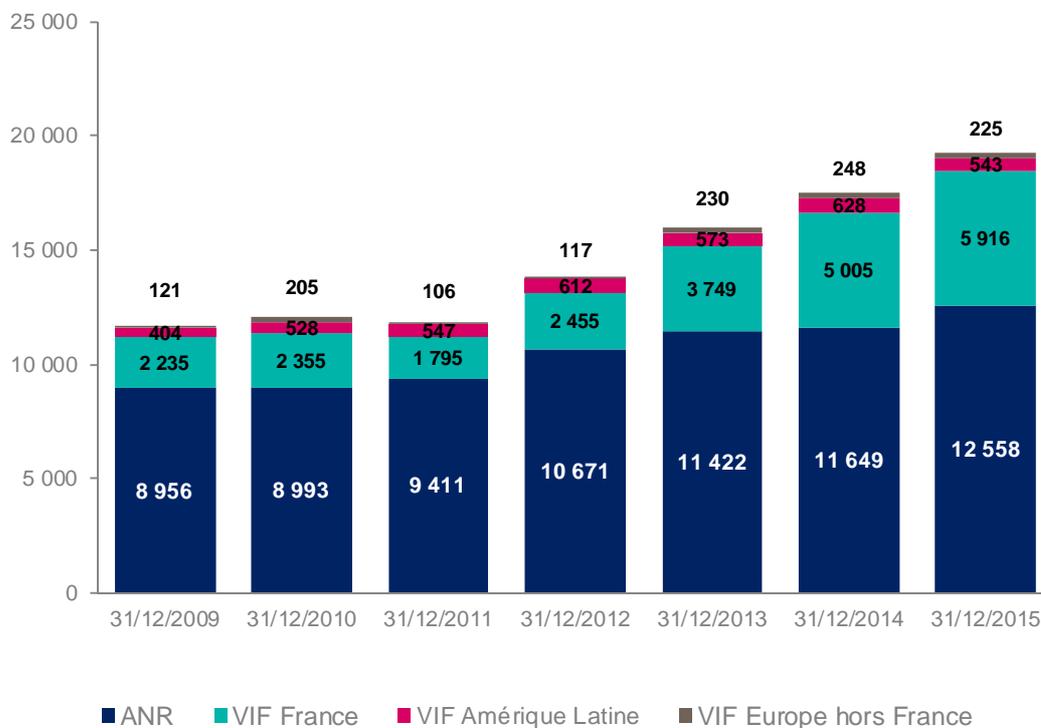
5. Evolution de la MCEV[®] depuis 2009

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



Le graphe précédent montre l'évolution au cours du temps de la VAN du Groupe établie conformément aux principes du CFO Forum. La VAN bénéficie depuis 2014 d'une mutualisation de la richesse des contrats en stock, avec l'utilisation de la méthode marginale.

5.2 Historique MCEV (en M€)



6. Rapport sur la Market Consistent 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 (MCEV²) 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 2015 du groupe CNP Assurances, présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2015 (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 ainsi que les indications complémentaires publiées en octobre 2015, et sur la cohérence de l'information comptable utilisée avec celle des états financiers consolidés au 31 décembre 2015.

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 2015,
- 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 risque dans le taux d'actualisation. Concernant le partenariat avec BPCE, les accords définitifs ont été pris en compte dans l'Embedded Value à fin 2015, ces nouveaux accords entrant en vigueur à compter de 2016. Concernant le partenariat avec LBP, nous notons que les accords définitifs n'ont pas été pris en compte dans l'Embedded Value à fin 2015, ces nouveaux accords étant intervenus postérieurement à la clôture.

Nous précisons également que notre opinion ne couvre pas la sensibilité au capital requis anticipant l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 au 1er janvier 2016 qui est présentée dans le Rapport EV.

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 2015 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, ainsi que les indications complémentaires publiées en octobre 2015 relatives à l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 en 2016,

² Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

- la cohérence de l'information comptable utilisée avec celle des états financiers consolidés du groupe CNP Assurances au 31 décembre 2015, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification le 22 février 2016.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur la note au §3.5.3 du Rapport EV qui explique que les taux d'intérêt négatifs issus du générateur de scénarios stochastiques utilisé par CNP Assurances ont été retraités avant l'alimentation du modèle de calcul.

Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 17 février 2016

PricewaterhouseCoopers Audit

Eric Dupont Eric Demerlé

Mazars

Olivier Leclerc Grégory Boutier