

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

31 décembre 2016

01 INTRODUCTION

1.1 Bases de préparation & Principes clés	6
1.2 Contenu et périmètre	7
1.3 Adaptation de la méthodologie à l'environnement réglementaire et économique	8

02. RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2016

2.1 Introduction	12
2.1.1 Principaux événements de l'année	12
2.1.2 Résultats globaux	13
2.2 Valeur des Affaires Nouvelles	14
2.3 MCEV au 31 décembre 2016	17
2.3.1 Actif Net Réévalué	18
2.3.2 Analyse des écarts de la MCEV	19
2.3.3 Analyse des écarts de Free Surplus	21
2.4 Implied Discount Rate	22
2.5 Sensibilités	23

03. RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

3.1 Aperçu	28
3.2 France	30
3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles	30
3.2.2 MCEV au 31 décembre 2016	32
3.3 Amérique Latine	35
3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles	35
3.3.2 MCEV au 31 décembre 2016	37
3.4 Europe Hors France	39
3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles	39
3.4.2 MCEV au 31 décembre 2016	41

04. MÉTHODOLOGIE

4.1 Actif Net Réévalué	46
4.1.1 Capital Requis	46
4.1.2 Free Surplus	46
4.2 Valeur d'In Force	47
4.2.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	47
4.2.2 Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	47
4.2.3 Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	48
4.2.4 Coût des Risques Résiduels Non-couvrables (CRNHR)	48
4.3 Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	49
4.3.1 Définition des affaires nouvelles	49
4.3.2 Méthodologie d'évaluation	49

05. HYPOTHÈSES

5.1 Hypothèses économiques	52
5.1.1 Courbe des taux de référence	52
5.1.2 Calibrage du modèle de taux	53
5.1.3 Calibrage du modèle actions	54
5.1.4 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	54
5.1.5 Taux de change	55
5.1.6 Taux d'imposition	55
5.1.7 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	55
5.1.8 Taux de financement des titres subordonnés	55
5.2 Hypothèses non économiques	56
5.2.1 Hypothèse de frais	56
5.2.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance	56
5.2.3 Décisions de gestion futures et réactions des assurés	56

06. ÉVOLUTION DE LA MCEV DEPUIS 2009

6.1 Historique de VAN	60
6.2 Historique de MCEV	61

07. OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE

08. ANNEXES

Annexe A : Glossaire	68
Annexe B : Périmètre	70



01

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

INTRODUCTION

1.1 Bases de préparation & Principes clés	6
1.2 Contenu et périmètre	7
1.3 Adaptation de la méthodologie à l'environnement réglementaire et économique	8

1.1 BASES DE PRÉPARATION & PRINCIPES CLÉS

PRÉSENTATION DU RAPPORT

Ce rapport présente les résultats, les méthodes et les hypothèses retenues pour déterminer l'Embedded Value du groupe CNP Assurances (le « Groupe ») au 31 décembre 2016. L'Embedded Value (désignée indifféremment par les termes « Market-Consistent Embedded Value », « MCEV », « Embedded Value » ou « EV ») est établie selon les « European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value® Principles » (les « principes MCEV ») lancés en juin 2008, amendés en octobre 2009 puis mis à jour en avril 2016.

Ce rapport contient un rapprochement entre les fonds propres IFRS du Groupe et l'EV du Groupe au 31 décembre 2016. Cependant, les informations contenues dans ce rapport ne sont pas directement comparables aux informations financières établies selon les normes IFRS. Elles ne constituent pas non plus une évaluation de la valeur du Groupe ou d'une partie du Groupe telle qu'elle pourrait être établie dans le cadre d'une transaction : d'autres méthodes d'évaluation seraient alors utilisées.

Le Groupe pense néanmoins que l'information sur l'Embedded Value est de nature à apporter des éléments d'analyse utiles de la performance économique du Groupe au cours de l'exercice. Les différents termes utilisés dans ce rapport pour l'analyse des opérations du Groupe peuvent présenter des spécificités par rapport à la définition retenue par d'autres compagnies ou groupes d'assurances. Un glossaire en fin de document (Annexe A) apporte des précisions sur la définition des principaux termes contenus dans ce rapport.

La méthodologie, les hypothèses et les résultats de la MCEV 2016 ont fait l'objet d'une revue conjointe par les cabinets d'audit PWC et Mazars, qui sont également auditeurs des états financiers du groupe CNP Assurances et dont l'opinion est jointe en fin de rapport.

PRÉSENTATION DE LA MCEV

La Market-Consistent Embedded Value représente une mesure de la valeur économique des activités d'assurance de personnes et des activités liées, sur la base d'une évaluation en juste valeur des actifs et des passifs. Elle comprend d'une part la valeur ajustée des capitaux propres et d'autre part la valeur du portefeuille de contrats à la date de clôture. Ce dernier élément est estimé à l'aide de modèles de projection et correspond à la valeur actualisée des résultats distribuables futurs après la prise en compte suffisante de risques et de contraintes liés aux activités d'assurance dans un univers financier cohérent avec le marché. En particulier, elle prend en compte :

- la valeur temps des options et garanties financières accordées aux assurés (« TVOG ») en sus de leur valeur intrinsèque ;
- le coût de friction du capital requis (« FCRC »), né de l'obligation de maintenir en permanence le Capital Requis ;
- les coûts des risques résiduels non-couvrables n'ayant pas fait l'objet d'une valorisation exhaustive par ailleurs (« CRNHR »).

La valeur ajustée des capitaux propres (« ANR ») se décompose en Capital Requis et Capital Libre (« Free Surplus »). 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 Free Surplus aux excédents disponibles. L'indicateur « Operating Free Cash-Flow » (« OFCF »), matérialise le dégagement de Free Surplus lié aux activités opérationnelles. Ce dégagement peut être utilisé pour payer les dividendes et développer l'activité via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

La contribution à la MCEV des nouvelles souscriptions de l'année en cours (désignée indifféremment par les termes « Valeur des Affaires Nouvelles » ou « VAN ») est analysée de manière spécifique, et représente une mesure de la performance des activités de souscription du Groupe.

La MCEV et la VAN sont calculées nettes des intérêts minoritaires, nettes de réassurance et nettes d'impôts.

1.2 CONTENU ET PÉRIMÈTRE

DESCRIPTION DU RAPPORT

Ce rapport présente les résultats, les méthodes et les hypothèses retenues pour calculer l'Embedded Value du Groupe et préparer l'information sur l'Embedded Value au 31 décembre 2016. Il est structuré autour des sections suivantes :

- Section 1 : Bases de préparation & Principes clés
- Section 2 : Résultats du Groupe au 31 décembre 2016
- Section 3 : Résultats détaillés par zone géographique
- Section 4 : Méthodologie
- Section 5 : Hypothèses
- Section 6 : Evolution de la MCEV depuis 2009
- Section 7 : Opinion externe sur l'Embedded Value
- Annexes

PÉRIMÈTRE

L'activité du Groupe est concentrée sur l'assurance de personnes dans trois zones géographiques : la France, l'Amérique Latine et l'Europe hors France. Les principaux produits sont :

- des produits d'épargne traditionnelle et en unités de compte ;
- des produits de retraite incluant des rentes viagères immédiates et différées ;
- des produits d'assurance des emprunteurs sur des prêts à la consommation et immobiliers ;
- des produits de capitalisation ;
- des produits de prévoyance et de santé ;
- des autres produits liés aux produits précédents.

Les affaires couvertes par la MCEV concernent toutes les activités d'assurances de personnes des entités du Groupe et les activités liées qui contribuent significativement à la valeur. Le périmètre couvert et ses modifications par rapport au périmètre de la MCEV au 31 décembre 2015 sont présentés en détail dans l'Annexe B.

1.3 ADAPTATION DE LA MÉTHODOLOGIE À L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE ET ÉCONOMIQUE

L'information sur l'Embedded Value dans ce rapport présente des spécificités par rapport aux publications lors des exercices précédents, avec deux causes principales :

1) **l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 au 1^{er} janvier 2016** s'est traduite par plusieurs modifications :

- L'utilisation d'un capital requis Solvabilité 2 : la MCEV et les indicateurs associés tels que l'OFCF sont appréhendés en prenant en compte le nouveau capital déterminé en référence à la réglementation Solvabilité 2 sur les entités européennes alors que les publications antérieures se basaient sur des calculs suivant les réglementations antérieures.
- Le passage en MCEV pour les activités d'Amérique Latine : la publication d'une courbe des taux spécifique au Brésil par l'EIOPA pour les travaux liés à Solvabilité 2 s'est traduite par le remplacement des anciennes modalités de valorisation des activités. La méthodologie MCEV est désormais retenue sur le périmètre de l'Amérique Latine.
- L'alignement de la courbe des taux avec Solvabilité 2 : la courbe des taux retenue pour chacun des périmètres, correspond à celle qui est retenue dans le cadre de Solvabilité 2 en prenant en compte le « credit risk adjustment » et le « volatility adjustment » permis dans le cadre défini par les superviseurs locaux.

2) **l'apparition des taux négatifs en zone euro en 2016** a conduit le Groupe à procéder à une modification de ses générateurs de scénarios économiques et de ses modèles pour permettre une prise en compte des conséquences de cette situation financière inédite.



02

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2016

2.1	Introduction	12
2.1.1	Principaux événements de l'année	12
2.1.2	Résultats globaux	13
2.2	Valeur des Affaires Nouvelles	14
2.3.	MCEV au 31 décembre 2016	17
2.3.1	Actif Net Réévalué	18
2.3.2	Analyse des écarts de la MCEV	19
2.3.3	Analyse des écarts de Free Surplus	21
2.4	Implied Discount Rate	22
2.5	Sensibilités	23

2.1 INTRODUCTION

2.1.1 PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS DE L'ANNÉE

L'année 2016 a été marquée par plusieurs événements majeurs :

- L'aggravation de l'environnement de taux bas dans la zone euro

La poursuite de la dégradation du niveau des taux de la zone euro s'est traduite par la nécessité de modéliser explicitement les taux d'intérêt négatifs. Cela a conduit à modifier les modèles de projections et générateurs de scénarios économiques retenus pour les calculs d'Embedded Value. Les actions qui seraient prises par la direction en cas de situation de taux bas prolongée ont ainsi été prises en compte.

- La baisse des taux au Brésil

L'environnement a été marqué par la baisse très significative de près de 600 bps de la courbe des taux publiée par l'EIOPA et retenue comme base pour la détermination de l'Embedded Value au Brésil.

- Le renouvellement des accords de partenariat en France

La mise en œuvre des accords avec BPCE est effective en 2016 ; Par ailleurs, les discussions avec La Banque Postale ont été finalisées et sont prises en compte dans l'Embedded Value. Les discussions avec le partenaire Crédit Agricole sur l'activité d'assurance des emprunteurs assurée auprès de CNP Assurances sont en cours de finalisation.

- Les modifications de périmètre de consolidation

En France, l'exercice 2016 a été marqué par la sortie de La Banque Postale Prévoyance suite à la finalisation des discussions initiées dans le cadre de la renégociation des accords de partenariat, mais également par l'entrée de la filiale Arial CNP Assurances spécialisée dans le domaine de la retraite supplémentaire d'entreprise et détenue par CNP Assurances et AG2R LA MONDIALE. En Europe hors France, les activités de BVP Italia ont été acquises par CNP Partners. Coté Amérique Latine, le projet de développement de la distribution par un canal digital a été lancé au Brésil.

2.1.2 RÉSULTATS GLOBAUX

La valeur des affaires nouvelles 2016 du Groupe s'établit à + 436 M€ en baisse de - 6 % par rapport à 2015. La diminution de la VAN est essentiellement due à l'environnement de taux particulièrement bas. Des actions ont été entreprises au cours de l'année pour adapter l'offre produit à ce nouvel environnement avec la limitation des garanties et de l'optionnalité des nouveaux contrats en euros, mais également en limitant la rémunération des distributeurs des contrats les moins rentables. Si l'effet de ces actions est déjà partiellement visible au cours de l'exercice 2016, leur pleine visibilité ne sera atteinte qu'au cours des exercices ultérieurs.

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 19 951 M€, soit une hausse de + 708 M€ (+ 4%) au cours de la période dont + 1 402 M€ au titre des impacts opérationnels et - 796M€ au titre de l'effet économique et de la baisse du taux normal des impôts sur les sociétés. Les dividendes versés ont été de + 529 M€.

Les principaux vecteurs de l'évolution de la VAN et de la MCEV sont décrits dans les sections suivantes, et des éléments détaillés par pays sont indiqués dans la Section 3 du rapport.

Le tableau ci-dessous présente les principaux résultats en termes de VAN et MCEV :

(En M€, %)		2016	2015
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	436	463
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 129	3 195
VAP	Valeur Actuelle des Primes	27 463	27 741
	Taux de marge	13,9%	14,5%
	Ratio VAP	1,6%	1,7%

(En M€, %)		2016	2015
MCEV	MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE	19 951	19 243
VIF	Valeur d'In Force	6 509	6 685
ANR	Actif Net Réévalué	13 442	12 558
	Rendement sur MCEV	7,4%	11,2%
IDR	Implied Discount Rate	7,4%	5,6%

OFCF		OPERATING FREE CASH FLOW	1 632	1 706
	Dont titres subordonnés		576	750

2.2 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition détaillée de la VAN du Groupe. La VAN est évaluée selon une méthodologie marginale qui tient compte des interactions entre les nouveaux produits et le stock (cf. Section 4.3.2). Elle est évaluée sur la base d'hypothèses révisées à la clôture de l'exercice, après prise en compte des taxes et de la part des minoritaires.

		2016		2015		VARIATION	
		M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	825	1,20	779	1,13	45	5,8%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(283)	(0,41)	(195)	(0,28)	(88)	45,2%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(32)	(0,05)	(44)	(0,06)	12	(27,4%)
CRNHR	Coût des Risques Non-couvrables	(75)	(0,11)	(77)	(0,11)	3	(3,7%)
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	436	0,63	463	0,67	(28)	(6,0%)
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 129		3 195		(66)	(2,1%)
VAP	Valeur Actuelle des Primes	27 463		27 741		(278)	(1,0%)
	Taux de marge	13,9%		14,5%		(0,6%)	(4,1%)
	Ratio VAP	1,6%		1,7%		(0,1%)	(5,1%)

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2016 et au 31 décembre 2015 : 686 618 477

La VAN Groupe est en baisse de - 28 M€ (- 6%). Cette baisse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (PVFP) en hausse de + 5,8% par rapport à 2015 ; la valeur des affaires nouvelles sous une hypothèse centrale d'évolution des marchés financiers se trouve renforcée par rapport à l'exercice 2015. Cela reflète les travaux entrepris au niveau du Groupe pour privilégier la croissance des segments à plus forte rentabilité et à adapter les garanties financières et la structure de commissionnement à l'environnement de taux bas.
- La Valeur Temps des Options & Garanties (TVOG) est en forte hausse du fait des incertitudes liées à l'environnement économique qui se traduisent par un accroissement de l'asymétrie en faveur des assurés sur les contrats d'épargne traditionnelle ; ceux-ci bénéficient en effet d'options de participation aux bénéfices et d'options de rachat sur leur épargne traditionnelle. Le niveau extrêmement bas des taux et la volatilité des marchés conduisent à rapprocher les options de la monnaie, tandis que la modélisation explicite des taux négatifs entreprise en 2016 a conduit à envisager dans la projection un spectre de trajectoires plus large que pour l'exercice 2015 générant un accroissement de la valeur temps des options financières.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (FCRC), est en baisse de - 27,4% du fait de deux effets de même sens : (i) l'environnement de taux bas dans la zone euro et la baisse des taux en Amérique Latine réduisent le coût d'opportunité du blocage de capital pour les activités réglementées d'assurance, tandis que (ii) le passage à un calcul du capital requis dans la norme Solvabilité 2 pour les entités européennes et l'ajustement pour les activités en Amérique Latine permettent de mieux capter le capital réellement immobilisé.
- Le Coût des Risques résiduels Non-couvrables (CRNHR), est en baisse de - 3,7% ce qui traduit la baisse des risques non-financiers liés aux nouvelles souscriptions de l'exercice 2016 et illustre la meilleure qualité de celles-ci par rapport à 2016.

Le volume APE Groupe (+ 3 129 M€), est en baisse de - 2,1% par rapport à 2015. Il est caractérisé par :

- une collecte en baisse de - 1,7% en France en raison de la sortie de La Banque Postale Prévoyance compensée en partie par une hausse de la collecte en épargne traditionnelle et assurance des emprunteurs ;
- une collecte en légère hausse sur le périmètre Amérique Latine (+1%), mais pénalisée par un taux de change défavorable
- une collecte en hausse en Europe hors France, portée par l'ensemble des entités de la zone mais plus particulièrement les entités irlandaises et italiennes.

Le taux de marge du Groupe est en baisse de - 0,6% et s'élève à + 13,9% en 2016 contre + 14,5% en 2015. La baisse du taux de marge est essentiellement due à l'accroissement de la TVOG liée aux produits d'épargne traditionnelle.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2015	463		14,5%
Mise à jour du modèle et du périmètre	418	(45)	13,3%
Mise à jour du volume APE	418	0	13,3%
Mise à jour du Mix Produit	500	82	15,8%
Mise à jour de l'expérience	534	34	16,9%
Mise à jour des marchés financiers	427	(107)	13,5%
Mise à jour du taux d'impôt	443	16	14,1%
Mise à jour du taux de change	436	(8)	13,9%
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	436	(28)	13,9%

La VAN s'élève à + 436 M€ à fin 2016 contre + 463 M€ en 2015, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :

- La mise à jour du modèle et du périmètre (-45 M€) représente l'impact de l'ensemble des modifications de modèles et de périmètre survenus au cours de l'exercice 2016 ; elles concernent essentiellement les effets de la sortie de La Banque Postale Prévoyance (-37 M€), la prise en compte explicite des taux négatifs en zone euro avec les actions de la direction associées ainsi que l'adaptation du partage des richesses initiales entre nouvelle production et stock de contrat dans un environnement de taux bas prolongé, mais également l'impact de la modification de la méthodologie en Amérique Latine avec une modélisation en environnement cohérent avec le marché. Les évolutions mises en œuvre ont également permis une modélisation plus fine des hypothèses de frais en France, visant à mieux tenir compte de l'origine des différents postes de dépenses.
- La mise à jour du volume APE (+ 0 M€) représente essentiellement des effets de variation de volume global de primes collectées par les entités du groupe, sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes émises en normes comptables locales.
- La mise à jour du mix produit (+ 82 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre différents segments et différents produits. Elle 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.
- La mise à jour de l'expérience (+ 34 M€) reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité, des hypothèses comportementales et des hypothèses de frais. Elle concerne essentiellement la mise à jour de lois d'expérience sur l'assurance des emprunteurs et la prévoyance collective, dont la sinistralité s'est améliorée au cours de l'année.
- La mise à jour des marchés financiers (- 107 M€) reflète les impacts liés à l'évolution des conditions de marché et notamment la baisse des taux en zone euro compensée partiellement par l'évolution des taux au Brésil avec une baisse de près de - 600 bps des taux sur l'horizon des passifs au cours de l'année 2016. Les pays de la zone euro et la France en particulier ont été particulièrement impactés du fait de la baisse des taux et de la hausse des volatilités à un niveau conduisant les options financières à se rapprocher de la monnaie. La baisse des taux au Brésil a un effet positif principalement du fait de l'actualisation moins forte des produits de risques à primes périodiques et de l'absence des taux garantis.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 16 M€) reflète les impacts des modifications de taux d'imposition dont notamment la baisse du taux d'imposition en Italie mais également la baisse du taux d'imposition en France.
- La mise à jour du taux de change (- 8 M€) reflète l'évolution des taux de change moyen du Real brésilien contre l'€ depuis les précédents calculs de référence de la VAN. Le principal taux de change BRL/€ a évolué de manière légèrement défavorable au cours de l'exercice en passant à 3,8562 BRL/€ en moyenne journalière sur 2016 contre 3,7038 BRL/€ en 2015 soit une hausse de + 4%.

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

DURATION (années)	2016	2015
Epargne & Retraite	13,3	13,1
Prévoyance et Risque	11,9	9,4

2.3 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2016

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV du Groupe au 31 décembre 2016 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV au 31 décembre 2015 :

	MCEV 2016 avant distribution de dividendes 2016		MCEV 2015 après distribution de dividendes 2015		Variation avant distribution de dividendes 2016		MCEV 2015 avant distribution de dividendes 2015	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
ANR - Actif Net Réévalué	13 442	19,6	12 029	17,5	1 412	11,7%	12 558	18,3
Capital Requis	5 412	7,9	6 722	9,8	(1 310)	(19,5%)	6 722	9,8
Free Surplus	8 030	11,7	5 307	7,7	2 722	51,3%	5 836	8,5
VIF - Valeur d'In Force	6 509	9,5	6 685	9,7	(175)	(2,6%)	6 685	9,7
Valeur Actuelle des Profits Futurs	11 927	17,4	11 206	16,3	721	6,4%	11 206	16,3
Valeur Temps des Options & Garanties	(4 199)	(6,1)	(2 960)	(4,3)	(1 239)	41,8%	(2 960)	(4,3)
Coût de Friction du Capital Requis	(673)	(1,0)	(811)	(1,2)	139	(17,1%)	(811)	(1,2)
Coût des Risques Non-couvrables	(546)	(0,8)	(750)	(1,1)	204	(27,2%)	(750)	(1,1)
MCEV - Market Consistent Embedded Value	19 951	29,1	18 714	27,3	1 237	6,6%	19 243	28,0

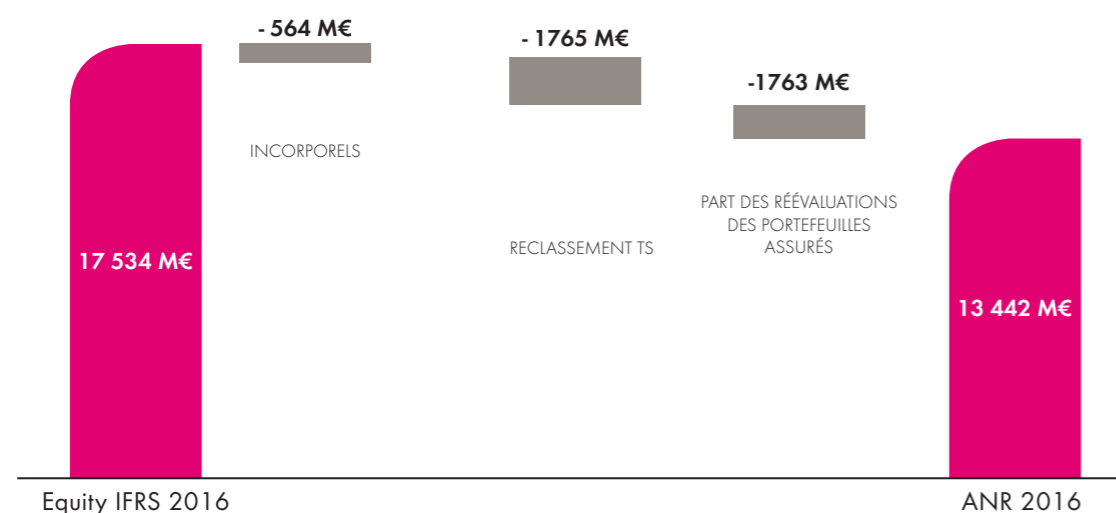
* Nombre d'actions au 31 décembre 2016 et au 31 décembre 2015 : 686 618 477

La MCEV se décompose en (i) l'actif net réévalué (« ANR »), c'est-à-dire la valeur de marché des actifs n'étant pas en représentation des engagements d'assurance, et (ii) la valeur d'In-Force (« VIF »), c'est à dire la valeur des profits futurs émergeant des opérations et actifs en représentation des engagements d'assurance diminuée de l'ensemble des coûts relatifs aux risques non couvrables et au capital immobilisé.

2.3.1 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. Il se déduit des capitaux propres comptables IFRS après déduction des actifs incorporels, des passifs subordonnés et de la part des réévaluations des portefeuilles assurés. 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.

Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS avec l'ANR au 31 décembre 2016 :



L'ANR se réconcilie avec les capitaux propres IFRS de la manière suivante :

- **Annulation des actifs incorporels** : les différents actifs incorporels dont l'amortissement n'est pas projeté dans la VIF font l'objet d'un retraitement. Ces actifs incorporels ne disposent pas d'une valeur vénale et une valeur nulle leur est attribuée pour la détermination de l'ANR. Il s'agit :
 - des goodwill comptables qui correspondent à une écriture comptable en normes IFRS liée au prix d'acquisition d'une entité ;
 - des frais d'acquisition reportés (DIR/DAC) correspondant à l'amortissement sur la durée des contrats des frais d'acquisition à la souscription ;
 - de l'In Force Comptable ou « value of business acquired » représentant la VIF cristallisée à la date d'acquisition d'un portefeuille externe et amortie au cours du temps.
- **Reclassement des titres subordonnés** : les titres subordonnés sont considérés comme des éléments de capitaux propres dans les normes IFRS, mais n'appartiennent pas aux actionnaires. Leur valeur n'est donc pas retenue dans le cadre de la détermination de l'ANR.
- **Part des réévaluations des portefeuilles assurés** : une fraction des plus-values latentes sur les actifs financiers est réputée appartenir aux actionnaires en normes IFRS selon des clés spécifiques tandis que la partie résiduelle est réputée appartenir aux assurés. La modélisation en MCEV conduit à avoir une approche plus précise dans la détermination de la part revenant aux actionnaires, qui est réintégrée dans la modélisation de la valeur du portefeuille.

2.3.2 ANALYSE DES ÉCARTS DE LA MCEV

Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la VIF et l'ANR, lui-même décomposé entre le capital libre (le « Free Surplus ») et Capital Requis :

(En M€)	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
MCEV 2015	12 558	5 836	6 722	6 685	19 243
Ajustements initiaux	(531)	2 996	(3 527)	314	(217)
MCEV 2015 AJUSTÉE	12 028	8 832	3 195	6 998	19 026
Contribution de la nouvelle production	(41)	(661)	620	476	436
Contribution du stock de contrats	146	146	0	703	849
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	1 173	1 533	(360)	(1 173)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(143)	38	(180)	257	114
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	(0)	(17)	(17)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	576	(576)	20	20
Contribution de l'activité opérationnelle	1 135	1 632	(497)	267	1 402
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	147	(2 245)	2 392	(1 243)	(1 096)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(36)	(293)	257	336	300
Total MCEV earnings	1 246	(906)	2 152	(640)	606
Ajustements finaux	168	104	65	151	319
MCEV 2016	13 442	8 030	5 412	6 509	19 951

Les ajustements initiaux recouvrent :

- Les mouvements de capitaux et notamment le paiement du dividende 2016 qui impacte l'ANR ;
- Les changements de périmètre (sortie de La Banque Postale Prévoyance ; acquisition des activités BVP en Italie par CNP Partners ; entrée de la filiale Arial CNP Assurances) ;
- Les changements méthodologiques : la prise en compte d'un capital S2 dans le calcul du capital requis pour les entités européennes, s'est traduite par une forte hausse du Free Surplus, partiellement compensée par la prise en compte de 110% du besoin de marge en normes locales au Brésil, contre 100% auparavant. Le coût d'immobilisation du capital se retrouve lui aussi en baisse en lien avec la baisse du capital requis.
- Les changements de modèles liés notamment à la prise en compte des taux négatifs sur l'Europe et à des améliorations de la modélisation des frais sur la France.

La contribution de la nouvelle production est de + 436 M€ à l'évolution de la MCEV. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2016 par les affaires nouvelles pour - 41 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 620 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 849 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 703 M€) calculée au 31 décembre 2015 et du rendement projeté du Free Surplus (+ 146 M€) au 31 décembre 2015. Par ailleurs, le résultat 2016 rattaché à la VIF du 31 décembre 2015 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV, et augmente le Free Surplus à la fois du fait des profits externalisés de la VIF et de la réduction des capitaux requis.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de + 257 M€ et proviennent principalement des différences entre le résultat anticipé en 2016 dans le cadre de la modélisation de la VIF et le résultat réel constaté au cours de l'exercice 2016.

Les changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle conduisent à une baisse de - 17 M€ sur la VIF. Différentes hypothèses ont été modifiées suite à l'expérience accumulée et sa meilleure prise en compte dans les projections pour l'avenir mais également aux changements d'anticipations liés à des événements survenus en 2016 dont les effets n'ont pas été pleinement retranscrits dans le résultat comptable. Les hypothèses concernées sont des hypothèses comportementales et notamment de rachat, des hypothèses biométriques, des hypothèses de sinistralité agrégée et des hypothèses de frais de gestion de l'activité modélisée.

Les autres mouvements liés à l'activité opérationnelle représentent les impacts des remboursements et des émissions de titres subordonnés sur 2016.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 1 402 M€ sur la MCEV. Au niveau du Free Surplus, le Cash flow disponible de + 1 632 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ». Son interprétation et le détail de son évolution sont présentés dans le paragraphe 2.3.3.

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique (- 1 096 M€) couvrent ;

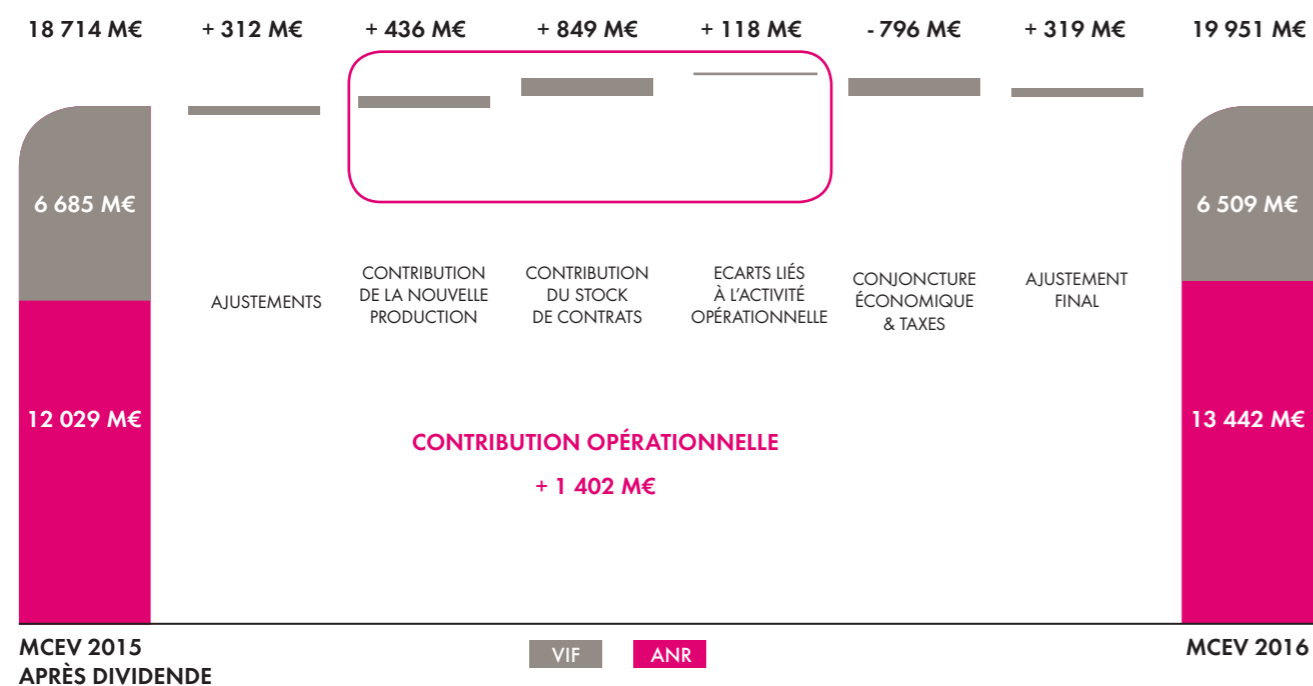
- une baisse des taux et la hausse de leur volatilité dans la zone euro ;
- une baisse des taux au Brésil ;
- les mouvements des marchés actions et immobilier ainsi que leur volatilité ;
- les évolutions des portefeuilles d'actif.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle correspondent aux effets de la baisse du taux normal des impôts sur les sociétés en France à partir de 2020 et la baisse de taux d'imposition en Italie.

Les ajustements finaux (+ 319 M€) correspondent aux effets de change, essentiellement ceux du Real brésilien. Contrairement à l'évolution du taux moyen utilisé pour les calculs de la VAN en hausse, le taux spot à fin 2016 est quant à lui en baisse de - 20%. Le réal s'apprécie contre €, le taux de change est de 3,4305 BRL/€ à fin 2016 contre 4,31178 BRL/€ en 2015.

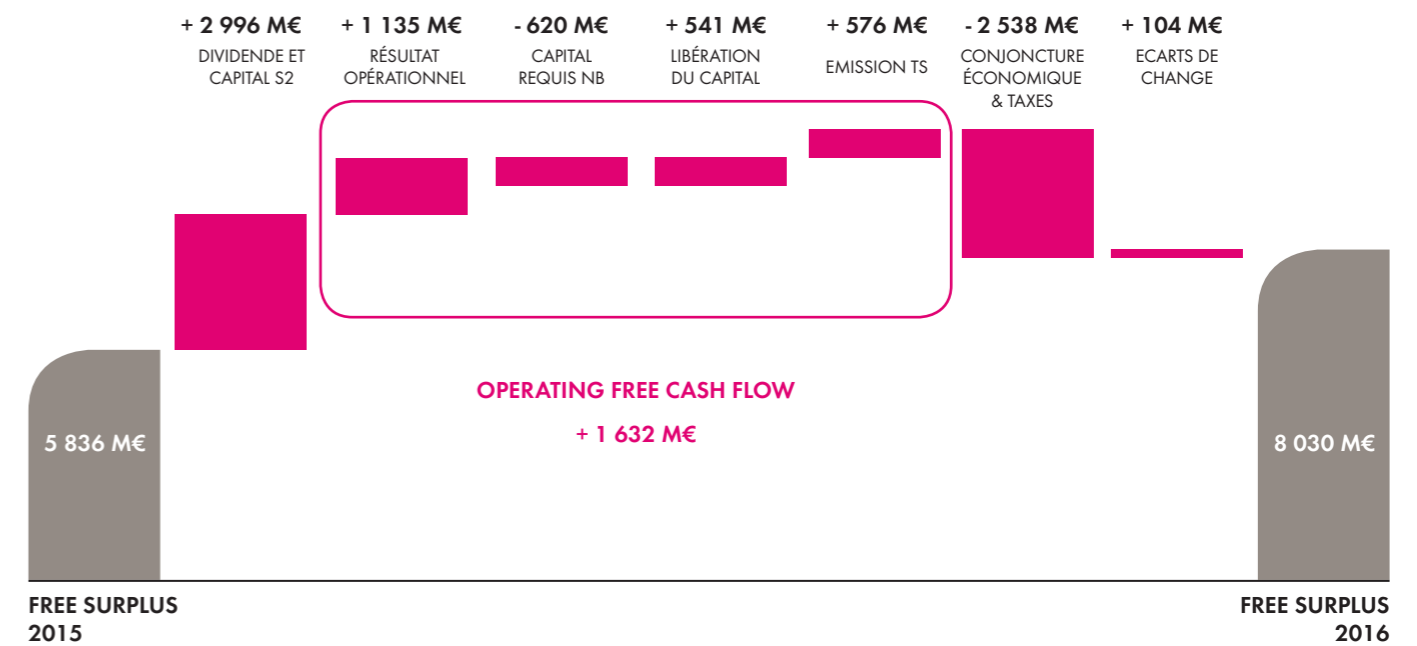
Une analyse détaillée par zone géographique est présentée dans la Section 3.

Le graphe suivant explicite le changement de valeur de la MCEV et de ses composantes (VIF et ANR) du 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2016 en regroupant les différents impacts :



2.3.3 ANALYSE DES ÉCARTS DE FREE SURPLUS

Le graphique suivant explicite le changement de Free Surplus du 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2016 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 8 030 M€, en hausse de + 2 194 M€ par rapport à 2015.

L'ajustement d'ouverture est de + 2 996 M€, dont + 3 188 M€ liés au périmètre France. Les principaux éléments expliquant cette évolution sont (i) le versement des dividendes du Groupe au titre de l'exercice 2015 et (ii) la prise en compte désormais d'un capital requis en norme S2, se traduisant par une forte hausse du Free Surplus de la France, partiellement compensée par la baisse de - 219 M€ du Free Surplus de l'Amérique Latine.

La contribution opérationnelle s'élève à + 1 632 M€ :

- un résultat opérationnel 2016 de + 1 135 M€ ;
- une évolution du besoin en capital requis de + 79 M€ se décomposant en une dotation de + 620 M€ liée aux affaires nouvelles et une libération de capital de - 541 M€ sur le portefeuille en stock au 31 décembre 2015 ;
- une baisse du besoin en capital net de TS de - 576 M€ suite aux remboursements 2016 et aux nouvelles émissions.

L'OFCF 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.

La contribution économique est de - 2 538 M€ principalement portée par l'impact sur la France de la nouvelle définition du capital requis : la baisse de la VIF dans le contexte économique à fin 2016 entraîne une diminution du financement du capital requis (défini en fonction du SCR).

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

Le tableau suivant présente l'analyse de l'OFCE en distinguant ses différentes composantes au 31 décembre 2016 et 2015 :

(En M€)	2016	2015
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 173	1 036
Produits financiers du Free Surplus	146	79
Libération de capital requis vers le Free Surplus	360	669
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	614	700
Contribution attendue de l'In-Force	2 293	2 485
Capital requis au titre de la nouvelle production	(620)	(740)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(41)	(38)
Capital requis au titre des affaires nouvelles	(661)	(779)
OPERATING FREE CASH FLOW	1 632	1 706
Dont titres subordonnés	576	750

L'Operating Free Cash Flow diminue à + 1 632 M€, soit + 1 056 M€ hors titres subordonnés.

2.4 IMPLIED DISCOUNT RATE

De manière alternative à l'approche traditionnelle pour laquelle la VIF et la VAN résultent d'une actualisation des produits distribuables futurs avec un taux d'actualisation, l'approche MCEV permet de déduire implicitement un taux d'actualisation dit IDR d'une évaluation directe de la VIF et de la VAN. Le taux d'actualisation implicite (IDR), est défini comme le taux d'actualisation tel que, quand utilisé avec un modèle d'embedded value traditionnelle, les valeurs produites (VIF, VAN) sont égales à celles qui résultent d'une évaluation cohérente avec le marché. Ce taux IDR est donc un résultat des travaux d'évaluation plutôt qu'une hypothèse de base de la MCEV. Le calcul de l'IDR nécessite une projection déterministe des profits futurs résultant du stock dans un référentiel « monde réel » comme pour une embedded value traditionnelle.

Au 31 décembre 2016, 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 2015).

Le taux IDR s'établit à + 7,4% au niveau du Groupe au 31 décembre 2016 contre + 5,6% au 31 décembre 2015.

2.5 SENSIBILITÉS

Les sensibilités de la MCEV portent à la fois sur les hypothèses économiques et non-économiques sous-jacentes. Il est à noter que les sensibilités sont souvent corrélées, il est alors peu probable que l'impact de deux événements intervenant simultanément soit égal à la somme des sensibilités individuelles à chaque événement. Pour les événements dont l'impact est jugé symétrique, seules les sensibilités dans un sens sont présentées.

La signification des différentes sensibilités est décrite dans les commentaires situés en dessous du tableau suivant, qui présente les résultats des sensibilités :

(En M€)	ANR	VIF	MCEV	VAN
MCEV - Market Consistent Embedded Value	13 442	6 509	19 951	436
Courbe des taux + 50 bps	(310)	1 452	1 142	120
Courbe des taux - 50 bps	308	(1 449)	(1 141)	(183)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)		(478)	(478)	(42)
Actions - 25%	(1 185)	(1 702)	(2 887)	
Rachats - 10%		103	103	29
Coûts - 10%		325	325	42
Minimum réglementaire de capital requis		59	59	4
Sinistralité - 5% - Risque longévité		(65)	(65)	(1)
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		151	151	57
Volatilité taux + 25%		(830)	(830)	(74)
Volatilité actions + 25%		(809)	(809)	(50)

Dans chacun des calculs de sensibilités, toutes les autres hypothèses demeurent inchangées. Aucune action de la direction spécifique supplémentaire n'a été intégrée dans les sensibilités ci-dessus.

Courbe des taux +/- 50 bps :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux swap de 50 bps 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 50 bps ;
- et une mise à jour des taux d'actualisation.

L'impact sur les provisions mathématiques initiales des contrats en unités de compte n'est pas valorisé.

Seule la partie liquide de la courbe de rendement est sujette à la translation avec un taux forward ultime (UFR) stable, en ligne avec sa définition sous Solvabilité 2.

A cause de l'impact asymétrique et non-linéaire des options et des garanties financières sur la MCEV, la baisse des marchés financiers a habituellement un impact plus important sur la MCEV que la hausse des taux d'intérêts, l'impact est intensifié avec chaque baisse supplémentaire.

Dans la nouvelle méthodologie retenue, les taux de rendement ne sont plus floorés à 0.

Correction pour volatilité (VA) nulle :

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact d'une absence de prise en compte de la correction pour volatilité (« volatility adjustment ») sur les périmètres où une telle correction est retenue.

Actions -25 % :

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact sur la valeur d'une baisse immédiate du niveau des indices actions de 25 %. Ce choc induit une baisse de 25 % de la valeur de marché des actifs financiers ainsi qu'une baisse des provisions mathématiques des contrats en unités de compte pour leur part investie dans ces actifs.

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.

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, des 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 mesurées séparément.

Minimum réglementaire de capital requis :

Cette sensibilité consiste à définir le capital requis comme 100% du 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.



03

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GEOGRAPHIQUE

3.1	Aperçu	28
3.2	France	30
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	30
3.2.2	MCEV au 31 décembre 2016	32
3.3	Amérique Latine	35
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	35
3.3.2	MCEV au 31 décembre 2016	37
3.4	Europe Hors France	39
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	39
3.4.2	MCEV au 31 décembre 2016	41

La section suivante présente une analyse des principaux indicateurs et des principaux vecteurs de leur évolution par zone géographique.

3.1 APERÇU

Les tableaux suivants présentent des résultats globaux et la contribution des différentes zones géographiques dans les résultats MCEV et VAN du Groupe. Les analyses détaillées pour chaque zone suivent.

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN (En M€)	2015	271	138	54	463
	2016	232	146	58	436
	variation	(39)	8	3	(28)
En % de la VAN Groupe	2015	59%	30%	12%	100%
	2016	53%	33%	13%	100%
APE (En M€)	2015	2 369	529	297	3 195
	2016	2 328	501	300	3 129
	variation	(41)	(28)	4	(66)
Taux de marge (En %)	2015	11,4%	26,1%	18,3%	14,5%
	2016	10,0%	29,1%	19,3%	13,9%
	variation	(1,5%)	3,1%	0,9%	(0,6%)

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
MCEV (En M€)	2015	17 117	1 218	908	19 243
	2016	17 136	1 824	991	19 951
	variation	19	606	83	708
En % de la MCEV Groupe	2015	89%	6%	5%	100%
	2016	86%	9%	5%	100%
VIF (En M€)	2015	5 916	543	225	6 685
	2016	5 359	878	272	6 509
	variation	(557)	335	47	(175)
ANR (En M€)	2015	11 201	675	683	12 558
	2016	11 777	946	719	13 442
	variation	576	271	36	883

Le tableau ci-dessous présente des sensibilités de la VIF par zone géographique :

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VIF 2016	5 359	878	272	6 509
Courbe des taux + 50 bps	1 443	(1)	11	1 452
Courbe des taux - 50 bps	(1 435)	1	(14)	(1 449)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(475)	0	(3)	(478)
Actions - 25%	(1 665)	0	(38)	(1 702)
Rachats - 10%	54	45	4	103
Coûts - 10%	306	10	10	325
Minimum réglementaire de capital requis	59	0	0	59
Sinistralité - 5% - Risque longévité	(61)	0	(5)	(65)
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	108	35	9	151
Volatilité taux + 25%	(828)	0	(3)	(830)
Volatilité Actions + 25%	(797)	0	(12)	(809)

Le tableau ci-dessous présente des sensibilités de la VAN par zone géographique :

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN 2016	232	146	58	436
Courbe des taux + 50 bps	115	1	5	120
Courbe des taux - 50 bps	(179)	(1)	(4)	(183)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(42)	0	0	(42)
Rachats - 10%	15	12	1	29
Coûts - 10%	35	4	3	42
Minimum réglementaire de capital requis	4	0	0	4
Sinistralité - 5% - Risque longévité	(1)	0	(0)	(1)
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	46	6	4	57
Volatilité taux + 25%	(73)	0	(0)	(74)
Volatilité Actions + 25%	(48)	0	(2)	(50)

3.2 FRANCE

L'activité France est marquée par la mise en œuvre des accords avec BPCE effective en 2016 et la finalisation des discussions avec La Banque Postale. L'activité retraite a quant à elle été marquée par la conclusion d'un nouveau partenariat avec AG2R-La Mondiale, envisageant l'acceptation par CNP Assurances d'une quote-part des affaires réalisées par l'entité Arial CNP Assurances.

Enfin, la poursuite de la dégradation du niveau des taux de la zone euro s'est traduite par la nécessité de modéliser explicitement les taux d'intérêt négatifs.

232 M€ VAN 2016
10,0 % TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES
53 % DE LA VAN GROUPE

3.2.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2016	2015	VARIATION	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	599	573	26	5%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(275)	(193)	(82)	42%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(23)	(34)	10	(31%)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(69)	(75)	6	(8%)
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	232	271	(39)	(15%)
APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 328	2 369	(41)	(2%)
VAP	Valeur actuelle des Primes	22 952	23 421	(469)	(2%)
	Taux de Marge	10,0%	11,4%	(1,5%)	(13%)
	Ratio VAP	1,0%	1,2%	(0,1%)	(13%)

Le volume APE en France (+ 2 328 M€), en baisse de -2 % par rapport à 2015, est caractérisé par une progression de la collecte épargne traditionnelle compensée par des volumes en baisse sur la prévoyance individuelle et l'assurance des emprunteurs suite à la sortie de La Banque Postale Prévoyance.

La Valeur des Affaires Nouvelles s'élève à + 232 M€ à fin 2016 contre + 271 M€ en 2015 soit une baisse de - 15 %.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2015	271		11,4%
Mise à jour du modèle et du périmètre	225	(46)	9,6%
Mise à jour du volume APE	224	(2)	9,6%
Mise à jour du Mix Produit	308	84	13,2%
Mise à jour de l'expérience	330	22	14,2%
Mise à jour des marchés financiers	218	(112)	9,4%
Mise à jour du taux d'impôt	232	14	10,0%
Mise à jour du taux de change	232	0	10,0%
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	232	(39)	10,0%
Variation	(39)		(1,5%)

• La mise à jour du modèle et du périmètre (- 46 M€) représente l'impact de l'ensemble des modifications survenues au cours de l'exercice 2016 et les changements du périmètre notamment la déconsolidation de La Banque Postale Prévoyance. Les évolutions de modèle de projection concernent principalement :

- la prise en compte explicite des taux négatifs et les actions de la direction associées, ainsi que l'adaptation du partage des richesses initiales entre nouvelle production et stock de contrat dans un environnement de taux bas prolongé ;
- l'intégration des nouvelles modalités de partenariat ;
- la prise en compte désormais d'un capital requis dans un univers Solvabilité 2.

Les évolutions mises en œuvre ont également permis une modélisation plus fine des hypothèses de frais en France, visant à mieux tenir compte de l'origine des différents postes de dépenses.

- La mise à jour du volume APE (- 2 M€) retraduit la baisse constatée sur le volume APE en 2016, sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit.
- La mise à jour du Mix Produit (+ 84 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre les différents produits. Elle est portée par le mix/volume favorable sur l'assurance des emprunteurs en raison notamment, de la prise en compte du nouveau périmètre et l'amélioration du taux de marge en épargne traditionnelle suite à la baisse de la collecte sur les produits présentant des TMG.

- La mise à jour de l'expérience (+ 22 M€) reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité, des hypothèses comportementales et des hypothèses de frais. Elle est expliquée cette année par les effets de la politique de redressement des ratios S/P sur la Prévoyance Collective.
- La mise à jour des marchés financiers (- 112 M€) reflète les impacts liés à l'évolution des conditions de marché et notamment la baisse des taux en zone euro d'environ - 40 centimes sur 2016 qui se traduit par une augmentation significative du coût de la garantie en capital sur les contrats épargne traditionnelle.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 14 M€) reflète les impacts de la diminution à 28 % du taux normal de l'IS à partir de 2020.

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

Duration (années)	2016	2015
Épargne & Retraite	13,3	13,6
Prévoyance et Risque	12,4	10,9

3.2.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2016

Le tableau ci-dessous présente la décomposition des valeurs d'In-Force du périmètre France, hors coût de TS :

	2016		2015		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	5 359	7,8	5 916	8,6	(557)	(9,4%)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	10 654	15,5	10 368	15,1	286	2,8%
Valeur Temps des Options & Garanties	(4 159)	(6,1)	(2 951)	(4,3)	(1 208)	40,9%
Coût de Friction du Capital Requis	(623)	(0,9)	(762)	(1,1)	139	(18,3%)
Coût des Risques Non Couvrables	(513)	(0,7)	(738)	(1,1)	225	(30,5%)

La VIF France (+5 359 M€), est en baisse de - 9,4 % par rapport à 2015 en raison de la baisse des taux constatée en 2016.

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2015	11 201	5 019	6 182	5 916	17 117
Ajustements initiaux	(316)	3 188	(3 504)	305	(12)
MCEV 2015 ajustée	10 884	8 206	2 678	6 221	17 105
Contribution de la nouvelle production	(22)	(462)	440	254	232
Contribution du stock de contrats	120	120	0	543	662
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	880	1 108	(228)	(880)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(137)	39	(176)	251	114
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	(38)	(38)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	576	(576)	20	20
Contribution de l'activité opérationnelle	840	1 380	(541)	150	990
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	82	(2 250)	2 331	(1 340)	(1 258)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	(257)	257	328	328
Total MCEV earnings	922	(1 126)	2 048	(862)	59
Ajustements finaux	(29)	(29)	0	0	(29)
MCEV 2016	11 777	7 051	4 726	5 359	17 136

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (- 316 M€) suite à la contribution de la France au paiement du dividende Groupe de l'exercice 2015. Le passage à un capital requis Solvabilité 2 avec notamment la prise en compte dans les éléments éligibles de la VIF permet de réduire le montant de capital requis. A ce titre, le capital requis, est en baisse de - 3 504 M€ sur les conditions économiques du T4 2015. Le coût d'immobilisation du capital se retrouve lui aussi en baisse expliquant une partie de la hausse constatée sur la VIF. Cette dernière est également impactée par des évolutions du modèle. Elles portent en premier lieu sur la prise en compte des taux négatifs au sein des modélisations stochastiques propres aux périmètres épargne traditionnelle et retraite. Cet exercice a réclamé l'identification de nouvelles décisions de gestion futures qui seraient prises par la direction en cas de situation de taux bas prolongée. Le contexte économique particulier ainsi envisagé a également nécessité l'anticipation des réactions de passif susceptibles d'être observées en présence de taux négatifs durables. Les évolutions mises en œuvre ont également permis une modélisation plus fine des hypothèses de frais et la prise en compte des nouveaux accords de partenariat.

La contribution de la nouvelle production est de + 232 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2016 par les affaires nouvelles pour - 22 M€ imputé à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 440 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 662 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 543 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 120 M€). Pour les transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus, le résultat 2016 rattaché à la VIF du 31 décembre 2015 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de + 251 M€ et proviennent principalement des dotations de provisions et PPE insuffisamment anticipées dans le contexte économique de fin 2015.

Les changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle conduisent à une baisse de - 38 M€ sur la VIF.

Les autres mouvements liés à l'activité opérationnelle représentent les impacts des remboursements et des émissions de titres subordonnés sur 2016.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 990 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de + 5,8 %). Au niveau du Free Surplus, le Cash flow disponible de + 1 380 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ».

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique se traduisent par une baisse de - 1 258 M€ de la MCEV, les effets positifs sur l'ANR ne compensent pas la forte baisse de la VIF en raison des niveaux des taux et volatilités actuels qui pénalisent la rentabilité de l'Épargne/Retraite. Cette baisse se traduit aussi par une capacité de financement moindre sur le capital requis qui se retrouve donc mécaniquement en forte hausse.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle correspondent aux effets de la baisse du taux normal des impôts sur les sociétés à partir de 2020.

Les ajustements finaux correspondent à un effet change sur l'ANR.

3.3 AMÉRIQUE LATINE

La zone Amérique Latine couvre les activités du Groupe Caixa Seguradora au Brésil et de CNP Assurances Compañía de Seguros en Argentine.

L'année 2016 est marquée par la persistance d'un environnement économique dégradé au Brésil. Cela s'est traduit par une baisse des niveaux des taux de référence pour la MCEV. Il est à noter que pour 2016 la valorisation du périmètre Amérique Latine est effectué en cohérence avec les principes MCEV, contre une méthodologie traditionnelle retenue auparavant.

146 M€ VAN 2016
29,1 % TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES
33 % DE LA VAN GROUPE

3.3.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN et les principaux indicateurs de volume et de rentabilité:

(En M€, %)		2016	2015	VARIATION	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	158	147	10	7%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(8)	(9)	1	(13%)
CRNHR	Coût des Risques Non Couvrables	(4)	0	(4)	
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	146	138	8	6%
APE	Primes Annualisées Equivalentes	501	529	(28)	(5%)
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 150	2 086	64	3%
	Taux de Marge	29,1%	26,1%	3,1%	12%
	Ratio VAP	6,8%	6,6%	0,2%	3%

Le volume APE est en baisse de - 5 % par rapport au 2015 résultant d'une collecte globalement stable (+ 1 % à change constant et post restatement) mais pénalisée par un taux de change défavorable. Le taux de change moyen retenu sur l'ensemble des éléments de flux du périmètre Amérique Latine et hausse de + 4 % au cours de l'année 2016.

La collecte se caractérise par une bonne performance des activités de la retraite contrebalancée par un repli des ventes d'assurance des emprunteurs immobilier en lien avec la situation du marché au Brésil.

La VAP est globalement en hausse (+ 3%) résultant d'un effet actualisation plus faible compensé partiellement par une baisse des primes sur les branches longues comme l'assurance des emprunteurs et un taux de change défavorable.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en hausse de + 6 %, soit + 8 M€.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2015	138		26,1%
Mise à jour du modèle et du périmètre	139	1	26,7%
Mise à jour du volume APE	140	1	26,7%
Mise à jour du Mix Produit	135	(5)	25,7%
Mise à jour de l'expérience	141	6	26,9%
Mise à jour des marchés financiers	153	12	29,2%
Mise à jour du taux d'impôt	153	0	29,2%
Mise à jour du taux de change	146	(8)	29,1%
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	146	8	29,1%
Evolution	8		3,1%

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 1 M€) porte principalement sur le passage en modélisation MCEV et des améliorations mineures du modèle.
- La mise à jour du volume APE (+ 1 M€) représente essentiellement des effets de variation de volume global de primes collectées sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes mesurées en normes comptables locales.
- La mise à jour du Mix Produit (- 5 M€) résulte en un impact négatif notamment à cause de la baisse relative des volumes en assurance des emprunteurs.
- La mise à jour de l'expérience (+ 6 M€) est positive du fait d'effets combinés :
 - d'un nouveau mix produit positif entre les ventes des produits emprunteur consommation et immobilier au Brésil ;
 - de la mise à jour des hypothèses opérationnelles et notamment les hypothèses de frais suite à une mise à jour de leur réallocation.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 12 M€) avec notamment la baisse des taux au Brésil a un effet positif principalement du fait de l'actualisation moins forte des produits de risques à primes périodiques et de l'absence de taux garantis.
- La mise à jour du taux de change (- 8 M€) Le taux de change moyen est de 3,8561 BRL /€ en 2016 contre 3,7038 BRL/€ en 2015 soit une hausse de + 4 %.
- de la neutralisation des pertes en assurance santé apparues en 2016 grâce à la mise en place d'un traité de réassurance

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

Duration (années)	2016	2015
Epargne & Retraite	5,4	4,9
Prévoyance et Risque	4,0	3,4

3.3.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2016

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

	2016		2015		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	878	1,3	543	0,8	335	61,8%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	949	1,4	587	0,9	362	61,8%
Valeur Temps des Options & Garanties	(2)	(0,0)	0	0,0	(2)	
Coût de Friction du Capital Requis	(47)	(0,1)	(44)	(0,1)	(3)	6,4%
Coût des Risques Non-Couvrables	(22)	(0,0)	0	0,0	(22)	

LA VIF (+ 878 M€), est en hausse de + 61,8 % par rapport à 2015, principalement suite à la baisse des taux de référence et un effet change favorable (+ 151 M€). En effet, le taux à fin décembre 2016 retenu pour les valeurs de clôture s'établit à 3,4305 BRL/€ contre 4,3117 BRL/€ à fin 2015.

Il est à noter que les résultats 2015 ont été élaborés avec la méthodologie de l'embedded value traditionnelle, tandis que les résultats 2016 reposent désormais sur la méthodologie MCEV. Il en résulte l'apparition des composantes Coûts des Risques Non-couvrables et Valeur Temps des Options & Garanties. Le coût de friction du capital requis représente désormais le cout de frottement fiscal.

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2015	675	444	231	543	1 218
Ajustements initiaux	(192)	(219)	27	(8)	(200)
MCEV 2015 ajustée	483	225	258	535	1 018
Contribution de la nouvelle production	4	(68)	71	142	146
Contribution du stock de contrats	20	20	0	139	158
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	217	262	(45)	(217)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	5	9	(4)	5	10
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	246	223	22	69	315
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	60	60	(0)	123	184
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(41)	(41)	0	0	(41)
Total MCEV earnings	265	243	22	192	458
Ajustements finaux	197	133	65	151	349
MCEV 2016	946	600	345	878	1 824

Les ajustements initiaux impactent la MCEV (- 200 M€) du fait :

- du paiement du dividende 2015 ;
- du changement de méthodologie avec le passage en MCEV ;
- de l'ajustement sur le Capital Requis dû au passage à 110% de besoin de la marge locale (contre 100% auparavant) et à la prise en compte de la composante liée au risque du marché dans son calcul.

La contribution de la nouvelle production est de + 146 M€ à l'évolution de la MCEV. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2016 par les affaires nouvelles pour + 4 M€ imputé à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 71 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 158 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 139M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 20 M€). Pour les transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus, le résultat 2016 rattaché à la VIF du

31 décembre 2015 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de + 5 M€.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 315 M€ sur la MCEV. Au niveau du Free Surplus, le Cash flow disponible de + 223 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ».

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique ont un impact de + 184 M€ sur la MCEV, dont + 60 M€ sur l'ANR. Ce dernier est essentiellement lié aux plus-values sur les fonds propres. La baisse significative des taux au Brésil impacte positivement la VIF.

Les ajustements finaux correspondent aux effets du taux de change. Le taux de change brésilien est favorable, il est de 3,4305 BRL/€ à fin décembre 2016 contre 4,3117 BRL/€ à fin 2015.

3.4 EUROPE HORS FRANCE

La zone Europe hors France couvre les activités de CNP UniCredit Vita, CNP Santander Insurance avec des opérations en Allemagne, Italie, Espagne, Pologne et les pays nordiques, CNP Partners et CNP Cyprus Insurance Holdings.

Comme pour la France, l'année 2016 est caractérisée par un environnement de taux bas et l'entrée en vigueur de la réglementation Solvabilité 2.

58 M€
19,3 %
13 %

VAN 2016
TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES
DE LA VAN GROUPE

3.4.1 VALEUR AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2016	2015	VARIATION	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	68	59	9	15%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(8)	(1)	(6)	431%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(0)	(1)	0	(44%)
CRNHR	Coût des Risques Non Couvrables	(2)	(2)	0	(18%)
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	58	54	3	6%
APE	Primes Annualisées Equivalentes	300	297	4	1%
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 361	2 234	127	6%
	Taux de Marge	19,3%	18,3%	0,9%	5%
	Ratio VAP	2,5%	2,4%	0,0%	1%

Le volume APE en Europe hors France (+ 300 M€), est stable et résulte des effets de collecte différents par pays dont notamment une baisse des ventes de CNP Unicredit Vita et une hausse des activités de CNP Santander.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en hausse de + 6 %, soit + 3 M€.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2015	54		18,3%
Mise à jour du modèle et du périmètre	54	(1)	18,7%
Mise à jour du volume APE	58	4	19,3%
Mise à jour du Mix Produit	57	(1)	19,0%
Mise à jour de l'expérience	63	6	21,1%
Mise à jour des marchés financiers	55	(8)	18,4%
Mise à jour du taux d'impôt	58	3	19,3%
Mise à jour du taux de change	58	(0)	19,3%
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	58	3	19,3%
Evolution	3		0,9%

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 1 M€) porte principalement sur la prise en compte des taux négatifs et le passage en capital requis S2 ;
- La mise à jour du volume APE (+ 4 M€) représente des effets de variation de volume global de primes collectées sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes mesurées en normes comptables locales. La hausse est principalement portée par les activités de CNP Santander.
- La mise à jour du Mix Produit (- 1 M€) résulte en un impact négatif malgré la croissance de l'épargne traditionnelle en UC en Espagne et l'arrêt de la collecte d'épargne traditionnelle en Italie au second semestre
- La mise à jour de l'expérience (+ 6 M€) : est positive notamment suite à la mise à jour des hypothèses sur CNP Santander.
- La mise à jour des marchés financiers (- 8 M€) : avec notamment la baisse des taux et la hausse de la volatilité
- La mise à jour du taux d'imposition (+ 3 M€) : reflète les impacts de la diminution du taux d'imposition en Italie.

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

Duration (années)	2016	2015
Epargne & Retraite	5,9	5,8
Prévoyance et Risque	2,8	3,0

3.4.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2016

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

	2016		2015		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	272	0,4	225	0,3	47	20,7%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	324	0,5	252	0,4	72	28,6%
Valeur Temps des Options & Garanties	(39)	(0,1)	(10)	(0,0)	(29)	293,2%
Coût de Friction du Capital Requis	(3)	(0,0)	(5)	(0,0)	2	(39,7%)
Coût des Risques Non Couvrables	(10)	(0,0)	(12)	(0,0)	1	(10,9%)

La VIF Europe hors France (+ 272 M€), est en hausse de + 20,7% par rapport à 2015. La hausse de la PVFP (+ 28,6%) est partiellement atténuée par la TVOG en forte hausse du fait des incertitudes liées à l'environnement économique.

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2015	683	374	309	225	908
Ajustements initiaux	(22)	28	(50)	17	(5)
MCEV 2015 ajustée	660	401	259	242	903
Contribution de la nouvelle production	(22)	(131)	109	80	58
Contribution du stock de contrats	6	6	0	22	28
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	75	163	(88)	(75)	0
Ecart constaté lié à l'activité opérationnelle	(10)	(10)	(0)	0	(10)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	(0)	21	21
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	49	28	21	48	97
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	5	(56)	61	(27)	(21)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	4	4	0	8	13
Total MCEV earnings	59	(23)	82	30	89
Ajustements finaux	0	(0)	0	(0)	(0)
MCEV 2016	719	378	341	272	991

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-22 M€) principalement du fait du paiement du dividende en Italie (-14 M€) et à Chypre (-7 M€). L'ajustement sur la VIF +17 M€ correspond principalement à l'intégration de BVP Italie (VIF de +18 M€).

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de +58 M€, portée en majeure partie par la filiale CNP Santander et la filiale italienne CNP Unicredit Vita. Elle intègre le résultat net généré en 2016 par les affaires nouvelles pour -22 M€ imputé à l'ANR, quasi exclusivement porté par la filiale italienne en raison du précompte sur les contrats d'épargne traditionnelle. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à +109 M€ en grande partie lié au business non vie CNP Santander.

La contribution du stock de contrats (+28 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+22 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+6 M€). L'écoulement de la VIF permet de libérer 88 M€ au titre du Capital Requis et de transférer +75 M€ vers l'ANR, portés par les résultats des stocks de la filiale italienne et de la filiale CNP Santander. Pour les transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus, le résultat 2016 rattaché à la VIF du 31 décembre 2015 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de +21 M€ et proviennent principalement de la revue de l'allocation des frais de CNP Partners. Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent sur l'ANR essentiellement de l'activation de l'amortissement des DIR et des DAC sur CNP Santander.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de +97 M€ sur la MCEV. L'OFCF est de +28 M€.

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique ont un impact de -21 M€ sur la MCEV, dont +5 M€ pour l'ANR, essentiellement lié aux plus-values sur les fonds propres de CNP Partners. L'impact sur la VIF de -27 M€ est principalement porté par l'Espagne et l'Italie, où les portefeuilles d'épargne traditionnelle sont pénalisés par le contexte économique.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle correspondent aux effets de la baisse du taux d'imposition en Italie.



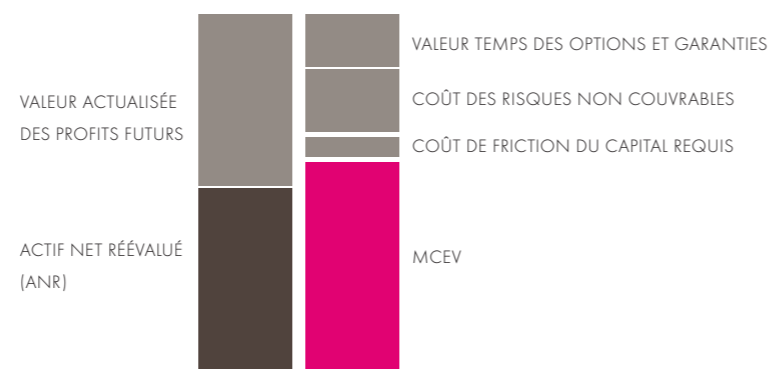
04

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

MÉTHODOLOGIE

4.1	Actif Net Réévalué	46
4.1.1	Capital Requis	46
4.1.2	Free Surplus	46
4.2	Valeur d'In Force (VIF)	47
4.2.1	Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	47
4.2.2	Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	47
4.2.3	Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	48
4.2.4	Coût des Risques Résiduels Non-couvrables (CRNHR)	48
4.3	Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	49
4.3.1	Définition des affaires nouvelles	49
4.3.2	Méthodologie d'évaluation	49

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 c'est-à-dire des contrats commercialisés postérieurement à la date d'évaluation. 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 juste valeur des actifs qui ne sont pas en représentation des engagements d'assurance diminuée de la juste valeur des passifs autres que les engagements d'assurance. L'ANR se réconcilie avec les capitaux propres IFRS de la manière suivante :

- l'élimination des actifs incorporels notamment les écarts d'acquisition, les valeurs des accords de distribution, des portefeuilles acquis et les frais d'acquisition reportés, à l'exception des frais d'acquisition dont l'amortissement a déjà été pris en compte dans la VIF ;

- 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) et la déduction de la part des réévaluations des actifs financiers intégrées dans la modélisation de la valeur de portefeuille ;

- le reclassement des titres subordonnés.

L'ANR est déterminé à la date d'évaluation au niveau consolidé et pour chacune des filiales 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 le Groupe pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques ainsi que l'ensemble des autres éléments immobilisés.

Pour les pays européens, le niveau de capital requis correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire selon la norme Solvabilité 2, net de toutes autres sources de financement telles que les titres subordonnés et les profits futurs des affaires en stock valorisés dans un univers Solvabilité 2. Le capital requis de chaque entité est calculé sur la base de son SCR solo.

Pour l'Amérique Latine, le niveau de capital retenu par le groupe CNP Assurances correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité selon la norme locale, cette dernière incluant depuis cette année une composante liée au risque du marché.

4.1.2 FREE SURPLUS

Les Capitaux Libres correspondent à la valeur l'ANR diminué du capital requis.

4.2 VALEUR D'IN FORCE (VIF)

La VIF est constituée de la valeur actualisée des profits futurs (PVFP) diminuée des éléments suivants :

- la valeur-temps des options et garanties (TVOG) ;
- Le coût frictionnel du capital requis (FCRC) ;
- la coût résiduel des risques non-couvrables (CRNHR).

4.2.1 VALEUR ACTUALISÉE DES PROFITS FUTURS (PVFP)

La PVFP correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les contrats en portefeuille à la date d'évaluation et sous une hypothèse centrale d'évolution des marchés financiers alignée avec la courbe des taux de référence sur la base d'une méthodologie cohérente avec le marché. Les choix du Groupe en matière de courbe des taux de référence sont décrits dans la section « Hypothèses » de ce rapport.

La PVFP intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières sur les contrats en portefeuille.

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

- les garanties de taux (Taux Minimum Garanti) ;
- les garanties planchers des contrats en unités de compte ;
- les garanties de taux technique des rentes en service et garantie induite par le tarif d'acquisition du point pour le portefeuille Préfon et les autres produits L441 ;
- les options de participation aux bénéfices ;
- les options de rachat.

La valeur-temps des options et garanties financières est prise en compte séparément dans la TVOG.

4.2.2 VALEUR TEMPS DES OPTIONS ET GARANTIES (TVOG)

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. 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 options financières détenues par les assurés.

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 sont établis à 2,5% de la juste valeur des actions et des biens immobiliers respectivement et sont supposés constants.

4.2.3 COÛT DE FRICTION DU CAPITAL REQUIS (FCRC)

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 des intérêts versés aux détenteurs de la dette subordonnée est pris en compte dans la valeur des affaires en portefeuille. L'approche retenue est la suivante :

- La valeur de référence des titres subordonnés est déterminée en référence à l'article 75 de la directive Solvabilité 2 et à la cinquième orientation de l'EIOPA. Elle consiste à retenir une évaluation des titres subordonnés tenant compte du spread à l'émission et tient compte des caractéristiques exactes des titres.

4.2.4 COÛT DES RISQUES RÉSIDUELS NON-COUVRABLES (CRNHR)

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

- de la prise en compte de risques non valorisés par ailleurs dans la PVFP ou dans la TVOG tels que les risques de défaut des contreparties et les risques opérationnels.
- de l'impact asymétrique de certains risques non-couvrables sur la valeur et notamment les risques de mortalité, de longévité et de morbidité pris en compte dans les clauses de participation aux bénéfices des assurés.
- de l'incertitude sous-jacente à l'établissement des hypothèses des risques non-couvrables concernant la sinistralité, les rachats et les frais, et qui sont estimés selon une approche en « meilleure estimation ».

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.

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.

Le Groupe a retenu une approche de coût du capital pour évaluer ces risques résiduels non-couvrables. Le capital alloué au titre de ces risques est défini comme la contribution de chacun des risques spécifiés au niveau de fonds propres.

4.3 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES (VAN)

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 2016.

• Epargne et Retraite Individuelle traditionnelle 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.

• Retraite Collective :

La nouvelle production des contrats de Retraite Collective est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Elle correspond aux contrats L441 et ERC en France et PGBL/VGBL (Retraite en UC) au Brésil.

• Prévoyance Individuelle :

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

• Prévoyance Collective :

Les contrats de prévoyance collective étant annuels du 1^{er} janvier au 31 décembre avec une date de souscription antérieure au 1^{er} janvier, la nouvelle production d'une année est constituée des contrats dont la période de couverture correspond à l'année suivant l'année en cours.

• Couverture de prêt :

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

• Autres Produits :

La nouvelle production est uniquement constituée des nouvelles souscriptions et des primes futures rattachées à ces contrats, projetées périodiquement comme le fractionnement sous contrat, annuel, mensuel, ou unique. Les primes périodiques futures sur les contrats existants sont valorisées dans la valeur du stock de l'année.

4.3.2 MÉTHODOLOGIE D'ÉVALUATION

L'approche retenue pour la valorisation des affaires nouvelles consiste à déterminer des agrégats identiques à ceux de la valeur des affaires nouvelles : elle est définie comme la valeur actuelle des résultats projetés des polices souscrites dans l'année après déduction de la valeur temps des options et garanties financières, du coût de friction du capital requis, et du coût des risques résiduels non-couvrables. La valeur des affaires nouvelles s'appuie sur une projection de leurs contributions aux résultats à compter de la date de souscription.

Deux méthodes existent traditionnellement pour mesurer cette contribution :

- **La méthode « stand alone »** : la valeur des affaires nouvelles est mesurée sans prendre en compte d'effet de mutualisation avec les contrats en stock et une partie des plus-ou-moins values latentes des actifs en représentation du stock ;
- **La méthode « marginale »** : la valeur des affaires nouvelles est mesurée avec prise en compte de la mutualisation entre les nouveaux contrats et les contrats en stock, et en prenant en compte une partie des plus-ou-moins values latentes des actifs en représentation du stock.

Le Groupe retient :

- une méthode marginale pour l'évaluation de sa VAN mais qui se décline opérationnellement de manière différenciée en fonction des produits :
- pour l'ensemble des portefeuilles hors épargne traditionnelle, aucune richesse latente n'est prise en compte dans la

détermination de la VAN, et les primes des affaires nouvelles sont supposées investies dans de nouveaux actifs disponibles à la date d'évaluation selon la stratégie d'achat constatée dans l'année ; du fait de l'absence d'interactions significatives entre les affaires nouvelles et le stock, l'utilisation d'une méthode « standalone » est équivalente pour ces produits à l'utilisation d'une méthode « marginale » et est privilégiée opérationnellement ;

- pour les portefeuilles d'épargne traditionnelle, en France, en Italie et en Espagne, la revalorisation des contrats ne distingue pas les différentes générations de contrats identiques, et dépend de la performance financière liée aux actifs financiers en représentation de manière globale sans distinction des générations : une méthode « marginale » est appliquée opérationnellement. Pour ces portefeuilles, cette méthode consiste à prendre en compte une fraction des plus-ou-moins-values latentes du Groupe et à supposer qu'elle est réservée aux seules affaires nouvelles.



05

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

HYPOTHÈSES

5.1	Hypothèses Economiques	52
5.1.1	Courbe des taux de référence	52
5.1.2	Calibrage du modèle de taux	53
5.1.3	Calibrage du modèle actions	54
5.1.4	Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	54
5.1.5	Taux de change	55
5.1.6	Taux d'imposition	55
5.1.7	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	55
5.1.8	Taux de financement des titres subordonnés	55
5.2	Hypothèses non économiques	56
5.2.1	Hypothèse des frais	56
5.2.2	Hypothèses de sinistralité et de persistance	56
5.2.3	Décisions de gestion futures et réactions des assurés	56

5.1 HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES

Les calculs d'Embedded Value reposent des hypothèses financières déterminées à partir des conditions de marché au 31 décembre 2016.

5.1.1 COURBE DES TAUX DE RÉFÉRENCE

Les principes MCEV© précisent que la courbe des taux de référence peut être déterminée à partir de la courbe des taux swaps, potentiellement ajustée et notamment pour permettre une convergence avec les exigences de la réglementation Solvabilité 2.

Les courbes des taux swaps diminuées du « credit risk adjustment » en euro et en real brésilien retenues pour la détermination des courbes des taux de référence pour la France, l'Europe hors France et l'Amérique Latine sont présentées dans le tableau ci-dessous.

MATURITÉ	TAUX EN €	TAUX EN €	TAUX EN BRL	TAUX EN BRL
	au 31/12/2016	au 31/12/2015	au 31/12/2016	au 31/12/2015
1	-0,30%	-0,16%	10,41%	15,54%
2	-0,26%	-0,13%	10,01%	16,28%
5	-0,02%	0,23%	10,38%	17,14%
10	0,57%	0,92%	10,44%	16,99%
15	0,96%	1,34%	10,10%	16,29%
20	1,12%	1,53%	9,50%	15,05%
30	1,76%	2,09%	8,42%	12,59%
Taux forward ultime	4,20%	4,20%	5,20%	5,20%
Point d'entrée de l'extrapolation	20 ans	20 ans	10 ans	10 ans
Durée de convergence	40 ans	40 ans	50 ans	50 ans

Sur la zone euro 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%. Pour le Brésil, le point d'entrée se situe à 10 ans et la courbe des taux converge sur 50 ans vers le taux forward ultime à 5,2%.

Pour déterminer la courbe des taux de référence, le Groupe a choisi de s'aligner sur les exigences de la réglementation prudentielle Solvabilité 2, et d'ajuster la courbe de taux swaps - lorsque cela est permis - avec une correction 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. Les niveaux des corrections de risque de crédit et de correction pour volatilité au 31/12/2016 pour les différentes zones au sein de la zone euro sont présentés dans le tableau ci-après :

AJUSTEMENTS (BPS)	FRANCE	ITALIE	ESPAGNE	IRELAND	CHYPRE	BRÉSIL
CRA	10	10	10	10	10	35
VA	13	-	13	-	-	n.a

Au 31/12/2015 la correction pour volatilité était de 22 bps pour la zone euro et la correction de risque de crédit de 10 bps. En fonction des spécificités des superviseurs locaux, des ajustements aux courbes des taux et notamment le recours à une « volatility adjustment » sont soumis au superviseur dans le cadre Solvabilité. Si la courbe de référence reste identique par zone monétaire, le recours à un « volatility adjustment » dépend des exigences locales et des activités et n'est pas systématique sur l'ensemble du Groupe.

Dans la zone euro, l'année 2016 s'est traduite par l'apparition de taux négatifs sur la courbe des taux swaps. Cette situation nouvelle a conduit le Groupe à procéder à une modification de ses générateurs de scénarios économiques et de ses modèles pour permettre une prise en compte des conséquences de cette situation financière inédite avec deux approches différentes au sein du Groupe :

- Sur le périmètre France : les générateurs de scénarios économiques ont été retravaillés pour permettre des taux négatifs sur les différentes trajectoires et les modèles ont été adaptés de sorte à permettre leur prise en compte.
- Sur le périmètre de l'Europe Hors France : les modèles n'ont pas été systématiquement adaptés aux situations de taux négatifs. Lorsque cela n'a pas été possible, les générateurs de scénarios économiques retenus ont intégré une correction appelée « Moment Matching Adjustment » de sorte à permettre aux jeux de scénarios économiques de présenter des propriétés statistiques satisfaisantes en matière de martingalité.

5.1.2 CALIBRAGE DU MODÈLE DE TAUX

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

TERMS	1 AN	2 ANS	5 ANS	10 ANS	20 ANS
MCEV 31/12/2015 (log normales)	52,5%	47,9%	38,4%	33,8%	42,4%
MCEV 31/12/2015 (normales)	0,64%	0,69%	0,76%	0,75%	0,65%
MCEV 31/12/2016 (normales)	0,65%	0,69%	0,75%	0,73%	0,65%

A noter le changement de référence de volatilités implicites utilisé, la première ligne du tableau correspondant à des volatilités log-normales (Black) et les deux dernières lignes à des volatilités normales (Bachelier). Ce changement est justifié par le contexte de taux bas et négatifs.

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.

5.1.3 CALIBRAGE DU MODÈLE ACTIONS

Un niveau de volatilité différent pour chaque horizon de projection compris entre 1 et 10 ans a été utilisé pour la génération de l'indice 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 2016.

TERMS	1 AN	2 ANS	5 ANS	10 ANS
MCEV 31/12/2015	21,4%	21,6%	21,6%	21,6%
MCEV 31/12/2016	20,3%	21,4%	22,3%	22,8%

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 12,77%.

5.1.4 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 (64 bps au 31 décembre 2016) avec la matrice de transition historique suivante:

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	DEFAULT
AAA	93,4%	6,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
AA	2,5%	89,8%	6,8%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%
A	1,4%	3,2%	89,6%	4,7%	0,4%	0,4%	0,0%	0,2%
BBB	1,4%	1,4%	5,0%	88,5%	2,2%	0,5%	0,5%	0,4%
BB	0,1%	0,4%	1,4%	6,9%	82,2%	6,9%	0,6%	1,5%
B	0,0%	0,1%	1,4%	2,0%	6,1%	80,2%	5,9%	4,3%
CCC	0,0%	0,0%	1,4%	1,8%	2,8%	7,7%	76,6%	9,7%
Default	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

5.1.5 TAUX DE CHANGE

Le tableau suivant présente les taux de change pour les zones d'activités du Groupe CNP Assurances hors zone Euro :

	SPOT		MOYEN	
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2016
Brésil (BRL / €)	4,3117	3,4305	3,7038	3,8561
Argentine (ARS / €)	14,097	16,7049	10,2538	16,3463
Norvège (NOK / €)	0,1041341	0,1100558	na	na
Suède (SEK / €)	0,1088198	0,1046846	na	na
Pologne (PLN / €)	0,2345271	0,2267419	na	na
Danemark (DKK/€)	0,1340016	0,1345098	na	na

Le taux spot correspond à un taux fin période, il est appliqué aux calculs de la VIF. Le taux moyen correspond à la moyenne des taux journaliers dans l'année, il est appliqué pour les calculs de la VAN.

5.1.6 TAUX D'IMPOSITION

Les taux d'imposition retenus dans les travaux d'Embedded Value correspondent au taux normatif en vigueur dans les pays d'implantation du Groupe :

TERMS	FRANCE	ITALIE	ESPAGNE	CHYPRE	BRÉSIL	ARGENTINE	IRLANDE
MCEV 31/12/2015	34,43%	34,32%	25%	12,50%	45% *	35%	12,50%
MCEV 31/12/2016	30,25%	30,82%	25%	12,50%	45% *	35%	12,50%

* 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.

5.1.7 COÛT DU CAPITAL ALLOUÉ AU TITRE DES RISQUES RÉSIDUELS NON-COUVRABLES

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 décembre 2016 (2,7% au 31/12/2015).

5.1.8 TAUX DE FINANCEMENT DES TITRES SUBORDONNÉS

Ceux-ci permettent de couvrir 63% (moyenne sur le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2016 au niveau de l'entité CNP Assurances.

5.2 HYPOTHÈSES NON ÉCONOMIQUES

5.2.1 HYPOTHÈSE DES FRAIS

Le Groupe 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. Ces assiettes de frais sont ensuite projetées à partir de drivers pertinents. Au 31 décembre 2016, un taux d'inflation annuel entre 1% et 1,5% pour les entités européennes a été retenu pour les drivers n'incluant pas déjà une inflation implicite. En Amérique Latine une courbe de l'inflation est utilisée, en cohérence avec le marché local.

5.2.2 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.

5.2.3 DÉCISIONS DE GESTION FUTURES ET RÉACTIONS DES ASSURÉS

Le calcul des métriques MCEV nécessite la prise en compte des décisions de gestion futures susceptibles d'être prises par les instances dirigeantes. Permettant d'adapter le pilotage de l'entreprise en fonction du contexte économique et financier, ces dernières sont représentées notamment par les stratégies d'investissement et de revalorisation des encours et des actions spécifiques sur les passifs. Les environnements les plus singuliers, tels les situations de taux négatifs durables, sont ainsi mieux appréhendés.

Le recours aux décisions de gestion futures doit par ailleurs être complété par une anticipation cohérente des réactions de la population assurée.



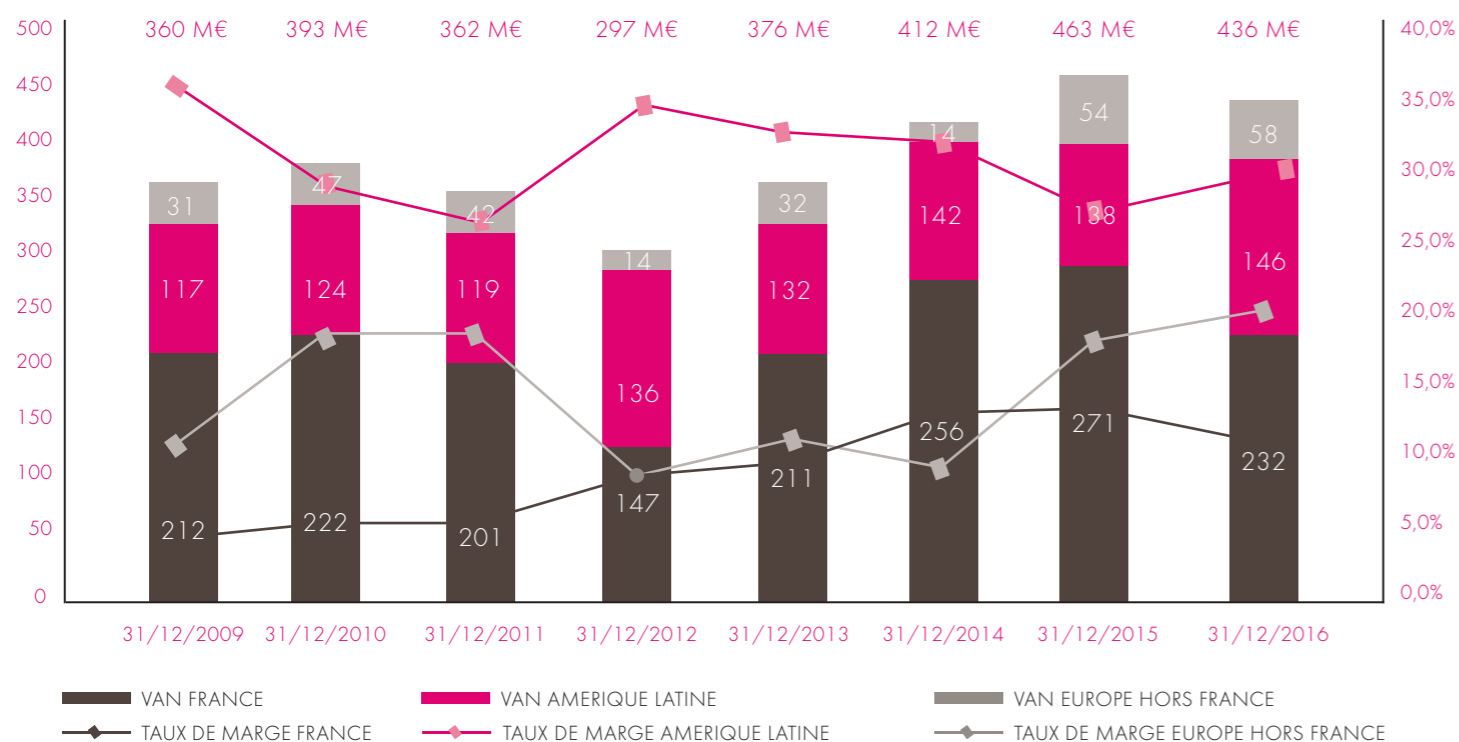
06

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

ÉVOLUTION DE LA MCEV[®] DEPUIS 2009

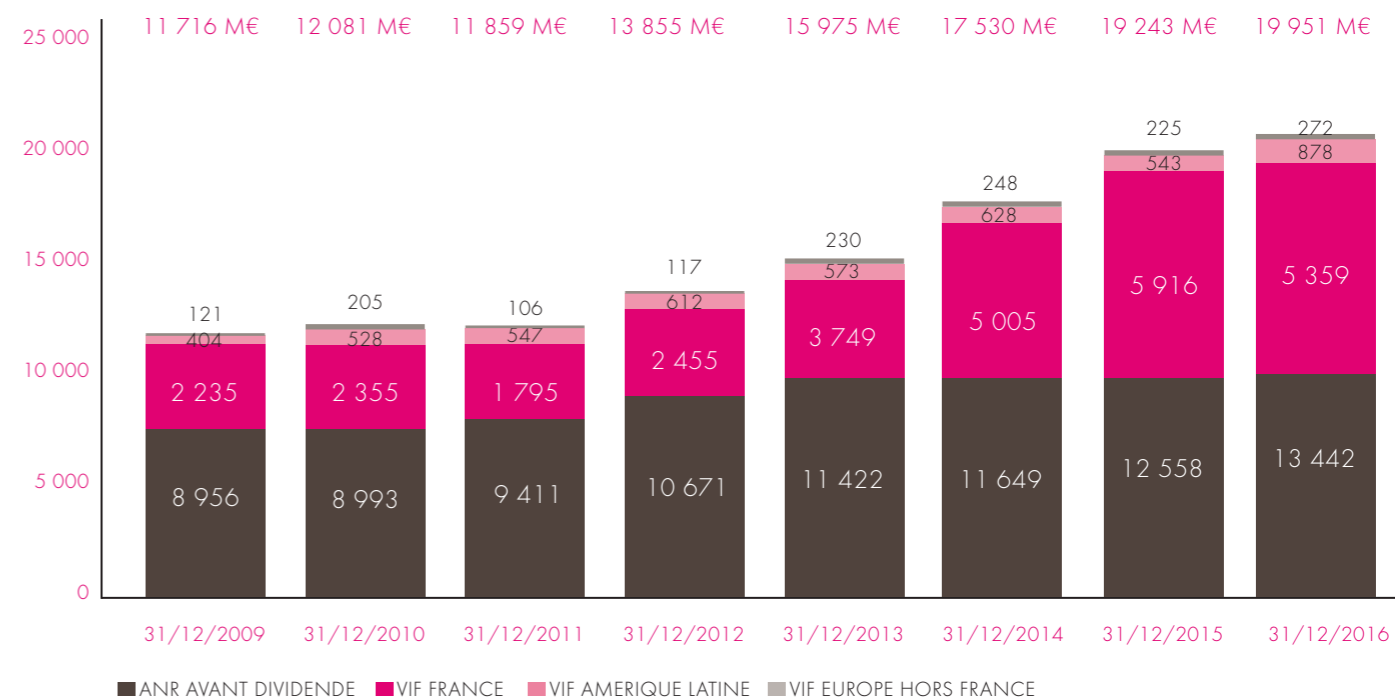
6.1	Historique de VAN (en M€ et Taux de Marge en %)	60
6.2	Historique de MCEV (en M€)	61

6.1 HISTORIQUE DE VAN (EN M€ ET TAUX DE MARGE EN %)



Le graphe ci-dessus 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.

6.2 HISTORIQUE DE MCEV (EN M€)





07

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

OPINION EXTERNE SUR
L'EMBEDDED VALUE

EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2016

CNP ASSURANCES
4 PLACE RAOUL DAUTRY
75716 PARIS CEDEX 15

A l'attention du Directeur Général Adjoint de CNP Assurances

En notre qualité de commissaires aux comptes de CNP Assurances et en réponse à votre demande, nous avons établi le présent rapport sur l'information relative à la Market Consistent Embedded Value (MCEV®) et ses composantes, la valeur des affaires nouvelles, l'analyse de mouvements et les sensibilités au 31 décembre 2016 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l'« Information MCEV® »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2016 établi par CNP Assurances (ci-après désigné « Rapport EV ») et joint au présent rapport.

Le Rapport EV, l'Information MCEV® et les hypothèses sur lesquelles elle repose ont été établis sous la direction de CNP Assurances. 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 en application des principes 1 à 16 de la MCEV® et du guide d'application publiés par le CFO Forum en mai 2016, ainsi que sur la cohérence de l'information comptable utilisée dans la détermination de l'Information MCEV® avec celle des états financiers consolidés de CNP Assurances au 31 décembre 2016.

Nos travaux, qui ne constituent ni un audit ni un examen limité, ont été effectués selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission, et visent à aboutir à une conclusion fondée sur des diligences appropriées.

Nos travaux ont consisté à :

- Prendre connaissance des procédures permettant l'établissement de l'Information MCEV®
- Vérifier 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,
- Vérifier la conformité de la méthodologie appliquée pour l'établissement de l'Information MCEV® avec celle décrite dans le Rapport EV,

- Vérifier la cohérence d'ensemble des données financières utilisées et leur cohérence avec les données observables de marché,
- Vérifier la cohérence des hypothèses techniques retenues au regard de l'expérience passée, actuelle, et attendue dans le futur ; et le caractère réaliste des décisions de gestion futures,
- Vérifier la cohérence des résultats présentés dans l'Information MCEV® avec la méthodologie et les hypothèses décrites dans le Rapport EV,
- Vérifier la cohérence des données comptables utilisées pour préparer l'Information MCEV® avec les états financiers consolidés et les livres comptables sous-jacents au 31 décembre 2016,
- 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.

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 2016 présentés dans le rapport EV avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction en application des principes 1 à 16 de la MCEV® et du guide d'application publiés par le CFO Forum en mai 2016 ;
- la cohérence de l'information comptable utilisée dans la détermination de l'Information MCEV® avec celle des états financiers consolidés de CNP Assurances au 31 décembre 2016, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification le 3 mars 2017.

Ce rapport est régi par la loi française

Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 23 février 2017

Pricewaterhouse Coopers Audit / Mazars

Bénédicte Vignon - Benoît Courmont - Olivier Leclerc - Grégory Boutier



08

RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

ANNEXES

ANNEXE A : GLOSSAIRE

ACTIF NET RÉÉVALUÉ (ANR)

Se calcule en soustrayant aux capitaux propres du Groupe les dettes subordonnées classées en capitaux propres, les actifs incorporels et les autres éléments valorisés par ailleurs dans la valeur d'In-Force. Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires. L'actif net réévalué se décompose en capital requis et Free Surplus.

ANNUEL PREMIUM EQUIVALENT (APE)

Indicateur de volume de production sur la période, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres auquel s'ajoute le montant des primes périodiques souscrites dans l'année, cet indicateur est net d'intérêts minoritaires et brut de réassurance.

COÛT DE FRICTION DU CAPITAL REQUIS (FCRC)

La nécessité d'immobiliser le Capital Requis 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.

COUT DES RISQUES RÉSIDUELS NON-COUVRABLES (CRNHR)

Le coût alloué au titre des risques financiers et non financiers non-couvrables résulte :

- de la prise en compte de risques non valorisés par ailleurs dans la PVFP ou dans la TVOG tels que les risques de défaut des contreparties et les risques opérationnels.
- de l'impact asymétrique de certains risques non-couvrables sur la valeur et notamment les risques de mortalité, de longévité et de morbidité pris en compte dans les clauses de participation aux bénéfices des assurés.
- de l'incertitude sous-jacente à l'établissement des hypothèses des risques non-couvrables concernant la sinistralité, les rachats et les frais, et qui sont estimés selon une approche en « meilleure estimation ».

EIOPA

European Insurance and Occupational Pension Authority,

EVOLUTION À CHANGE CONSTANT

Dans le comparatif à change constant, le taux de change de la période précédente est appliqué à la période actuelle, Cet indicateur permet de mesurer l'évolution des principaux indicateurs hors effet de change

EVOLUTION À PÉRIMÈTRE CONSTANT

Dans le comparatif à périmètre constant, la contribution des activités cédées ou arrêtées est sortie du périmètre de la période précédente, et la contribution des activités nouvelles est sortie du périmètre de la période actuelle, Cet indicateur permet de mesurer l'évolution des principaux indicateurs sur un périmètre d'activité comparable

FREE SURPLUS

Correspond à la quote-part de l'actif net réévalué qui peut être librement utilisé par le management pour payer les dividendes et développer l'activité via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe, Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires

IFRS

International Financial Reporting Standards.

MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE (MCEV)

Mode d'évaluation d'une compagnie d'assurance vie qui se décompose en l'actif net réévalué et de la valeur d'In-force, à savoir la valeur des contrats d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation, déterminée selon une méthodologie d'évaluation des actifs et des passifs, cohérente avec le marché (« market-consistent »). Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires.

OPERATING FREE CASH-FLOW (OFCF)

Mesure le dégagement de Free Surplus, qui peut être utilisé pour payer les dividendes et développer l'activité via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe. Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires. L'Operating Free Cash-Flow peut se calculer brut ou net des émissions et remboursements de dettes subordonnées

SOLVENCY CAPITAL REQUIREMENT (SCR)

Niveau de fonds propres éligibles permettant à un assureur d'absorber des pertes significatives, et donnant une assurance raisonnable que les engagements envers les assurés et les bénéficiaires seront honorés lorsqu'ils seront dus. Le SCR est défini par la directive Solvabilité 2 comme la valeur à risque (« value-at-risk ») des fonds propres de base de l'assureur, avec un niveau de confiance de 99,5% à horizon un an. CNP Assurances a opté pour un mode de calcul de son SCR selon la formule standard sans mesures transitoires, sauf grandfathering des dettes subordonnées émises avant l'entrée en vigueur de Solvabilité 2.

TAUX DE MARGE SUR AFFAIRES NOUVELLES OU RATIO APE

Se calcule en divisant la valeur des affaires nouvelles par l'APE, Cet indicateur permet de mesurer la rentabilité future des contrats d'assurance souscrits sur la période

TVOG (VALEUR TEMPS DES OPTIONS ET GARANTIES FINANCIÈRES)

La valeur temps des options et garanties financières représente le coût additionnel des options et garanties au-delà de leur valeur intrinsèque qui est inclus dans le scénario déterministe. La valeur temps des coûts des options et garanties financières est calculée par différence entre la valeur moyenne des cash flows futurs actualisés en utilisant les scénarios stochastiques et le déterministe

TAUX FORWARD ULTIME (UFR)

Fixé dans le cadre d'Omnibus 2, directive du 11 mars 2014, ce taux sert à actualiser les engagements à long terme (retraite, décès, assurance vie, RC...) des assureurs en l'absence de données de marchés pertinentes. Au-delà du point d'observation liquide (last liquide point, LLP)(20 ans dans la zone euro) les taux de marché sont extrapolés et convergent sur une durée de 40 ans vers le taux ultime (l'UFR).

VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES (VAN)

Evaluation de la valeur des contrats d'assurance souscrits sur la période, déterminée selon une méthodologie d'évaluation des actifs et des passifs cohérente avec le marché (« market-consistent »). Se calcule comme la valeur actualisée des profits futurs estimés des contrats d'assurance souscrits sur la période, minorée de la valeur temps des options et garanties financières, du coût de friction du capital et du coût des risques non-réplicables. Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires et d'impôts sur les résultats.

VALEUR D'IN FORCE (VIF)

Correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les contrats en portefeuille à la date d'évaluation, déduction faite de la valeur temps des options et garanties financières, du coût de friction du capital et du coût des risques non-couvrables.

ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

ZONE GÉOGRAPHIQUE	PAYS	ENTITÉ	QUOTE-PART DETENUE
FRANCE	France	CNP Assurances	Entité consolidant
	France	CNP Caution	100,00%
	France	Préviposte	100,00%
	France	ITV	100,00%
	France	MFPrévoyance	65,00%
	France	Arial CNP Assurances	40,00%
AMERIQUE LATINE	Brésil	Caixa Seguradora	51,75%
	Argentine	CNP Assurances Compañía de Seguros	76,47%
EUROPE HORS FRANCE	Italie	CNP Unicredit Vita	57,50%
	Espagne	CNP Partners	100,00%
	Chypre/Grèce	CNP Cyprus Insurance Holdings	50,10%
	Irlande	CNP Santander Insurance	51,00%

Les principales modifications du périmètre du Groupe au cours de 2016 sont :

- la sortie de La Banque Postale Prévoyance suite à la finalisation des discussions initiées dans le cadre de la renégociation des accords de partenariat,
- l'entrée de la filiale Arial CNP Assurances spécialisée dans le domaine de la retraite supplémentaire d'entreprise et détenue par CNP Assurances et AG2R LA MONDIALE,
- le projet de développement de la distribution par un canal digital au Brésil (YOUSE).

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

assurer tous les avènements