



Assurons
un monde
plus ouvert

Rapport sur l'Embedded Value

31 décembre 2020



SOMMAIRE

1

INTRODUCTION

11	Bases de préparation et Principes clés	6
12	Contenu et périmètre	7

2

RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2020

2.1	Introduction	10
2.1.1	Principaux événements de l'année	10
2.1.2	Résultats globaux	11
2.2	Valeur des Affaires Nouvelles	12
2.3	MCEV© au 31 décembre 2020	15
2.3.1	Actif Net Réévalué	16
2.3.2	Analyse des écarts de la MCEV©	17
2.3.3	Analyse des écarts du Free Surplus	19
2.4	Implied Discount Rate	20
2.5	Sensibilités	21

3

RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

3.1	Aperçu	25
3.2	France	27
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	27
3.2.2	MCEV© au 31 décembre 2020	29
3.3	Amérique Latine	32
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2	MCEV© au 31 décembre 2020	34
3.4	Europe Hors France	36
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2	MCEV© au 31 décembre 2020	38

4

MÉTHODOLOGIE

4.1	Actif Net Réévalué	42
4.1.1	Capital Requis	42
4.1.2	Free Surplus	42
4.2	Valeur de l'In Force (VIF)	43
4.2.1	Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	43
4.2.2	Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	43
4.2.3	Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	44
4.2.4	Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR)	44
4.3	Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	45
4.3.1	Définition des affaires nouvelles	45
4.3.2	Méthodologie d'évaluation	45

5

HYPOTHÈSES

5.1	Hypothèses Economiques	48
5.1.1	Courbe des taux de référence	48
5.1.2	Calibrage du modèle de taux	49
5.1.3	Calibrage du modèle actions	50
5.1.4	Calibrage des autres indices diversifiés	50
5.1.5	Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	50
5.1.6	Taux de change	51
5.1.7	Taux d'imposition	51
5.1.8	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	51
5.1.9	Taux de financement des titres subordonnés	51
5.2	Hypothèses non économiques	52
5.2.1	Hypothèse des frais	52
5.2.2	Hypothèses de sinistralité et de persistance	52
5.2.3	Décisions de gestion futures	52

6

ÉVOLUTION DE LA MCEV© DEPUIS 2015

6.1	Historique de VAN	55
6.2	Historique de MCEV©	56

7

OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE 59

8

ANNEXES

Annexe A : Glossaire	62
Annexe B : Périmètre	64



1

Introduction

11	Bases de préparation et Principes clés	6
12	Contenu et périmètre	7

1.1 BASES DE PRÉPARATION ET 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 2020. 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 2020. 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 pourraient alors être 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© 2020 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 :

- Le Coût de 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'impôt.

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 au 31 décembre 2020. Il est structuré autour des sections suivantes :

- Section 1** : Bases de préparation et Principes clés
- Section 2** : Résultats du Groupe au 31 décembre 2020
- Section 3** : Résultats détaillés par zone géographique
- Section 4** : Méthodologie
- Section 5** : Hypothèses
- Section 6** : Evolution de la MCEV© depuis 2015
- 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 capitalisation ;
- Des produits de Retraite incluant des rentes viagères immédiates et différées ;
- Des produits d'assurance Emprunteur sur des prêts à la consommation et immobiliers ;
- 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 2019 sont présentés en détail dans l'Annexe B.



2

Résultats du Groupe au 31 décembre 2020

2.1	Introduction	10
2.1.1	Principaux événements de l'année	10
2.1.2	Résultats globaux	11
2.2	Valeur des Affaires Nouvelles	12
2.3.	MCEV© au 31 décembre 2020	15
2.3.1	Actif Net Réévalué	16
2.3.2	Analyse des écarts de la MCEV©	17
2.3.3	Analyse des écarts de Free Surplus	19
2.4	Implied Discount Rate	20
2.5	Sensibilités	21

2.1 INTRODUCTION

2.1.1 Principaux événements de l'année

L'année 2020 a notamment été marquée par la prise de contrôle du Groupe CNP Assurances par la Banque Postale, à travers une détention majoritaire à hauteur de 62,1%. Les opérations relatives à la constitution de ce grand pôle financier public ont été finalisées le 04 mars 2020. D'autres événements significatifs sont survenus dans l'année :

Contexte sanitaire

L'année 2020 a été affectée par la crise sanitaire liée à la pandémie Covid-19, dont les impacts techniques et financiers diffèrent en fonction des risques et des zones géographiques des filiales du Groupe. De façon générale, les impacts restent limités à l'échelle du Groupe, malgré une décollecte observée notamment sur l'Épargne en euros en France. Les impacts sont limités sur la sinistralité et les ajustements sur les métriques prospectives associées sont mesurés à l'échelle du Groupe.

La poursuite des taux négatifs dans la zone euro

La persistance de taux bas de la zone euro affecte significativement la rentabilité de l'activité d'Épargne-Retraite, et par conséquent la valeur des métriques MCEV©. Afin de limiter ces effets, la stratégie de diversification mise en œuvre conduit à une hausse du taux d'unités de compte Groupe de 27 % à 37 % (base APE).

CNP Assurances a également adapté sa stratégie financière et par cohérence ses décisions de gestion futures dans la modélisation. Les outils de modélisation ont également été ajustés afin de s'adapter au contexte de taux durablement négatifs et mieux refléter la réalité.

La finalisation de l'accord engageant au Brésil

CNP Assurances a payé en décembre 2020 l'upfront de 7,0 MdR\$ relatif au renouvellement du partenariat pour 25 ans (du 1^{er} janvier 2021 au 13 février 2046) pour la distribution exclusive dans le réseau de Caixa Economica Federal (CEF) des produits d'assurance sur les segments Prévoyance, Assurance liée aux crédits à la consommation et Retraite (CVP). CNP Assurances conservera la majorité des droits de vote (51 % contre 49 %), avec une quote-part économique désormais à 40 % (contre 60 %).

2.1.2 Résultats globaux

La valeur des Affaires Nouvelles du Groupe en 2020 s'établit à + 284 M€, en baisse de 48 % par rapport à 2019, soit - 259 M€ (- 204 M€ à change constant, soit - 38 %). La diminution de la VAN est essentiellement portée par la France (- 200 M€, - 76 %) impactée par les effets économiques défavorables (baisse des taux - 129 M€) et le recul de la collecte. En Europe hors France, où la part UC s'élève à 85 %, la VAN baisse de 19 M€, essentiellement due au restatement et à la mise à jour du volume APE. Les volumes sont en baisse, malgré un mix Segments et Produits favorable en lien avec l'arrêt de la commercialisation des produits mono-supports en Espagne et l'augmentation généralisée du taux d'UC. En Amérique Latine la hausse de la VAN à change constant (+ 8 %) et la hausse du taux de marge en lien avec la hausse des ventes sur le segment Emprunteur, sont contrebalancées par l'effet du taux de change (VAN - 56 M€).

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 16 256 M€, soit une baisse de 4 306 M€ (- 21 %) au cours de la période dont - 28 M€ liés à des ajustements initiaux détaillés dans la section 2.3.2, + 1 673 M€ au titre de la contribution opérationnelle, - 5 223 M€ au titre des effets économiques hors change, - 128 M€ dus à la mise à jour des taux d'imposition sur les sociétés, - 600 M€ dus aux effets de change.

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

(En M€, %)		2020	2019
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	284	543
APE	Primes Annualisées Équivalentes	2 332	3 186
VAP	Valeur Actuelle des Primes	20 463	26 829
	Taux de marge	12,2 %	17,1 %
	Ratio VAP	1,4 %	2,0 %

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

(En M€, %)		2020	2019
MCEV©	MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE	16 256	20 562
VIF	Valeur de l'In Force	1 671	6 921
ANR	Actif Net Réévalué	14 586	13 641
	Rendement sur MCEV©	8,1 %	10,3 %
IDR	Implied Discount Rate	7,2 %	9,7 %
OFCF	Operating Free Cash Flow	1 834	2 402
Dont les titres subordonnés ⁽¹⁾		500	1 052

(1) Titres subordonnés émis dans l'exercice, nets de remboursements.

NB. L'arrêté ministériel relatif aux fonds excédentaires en assurance vie paru au Journal Officiel du 28 décembre 2019 autorise les compagnies d'assurance à reconnaître une partie de la Provision pour Participation aux Excédents (PPE) en éléments éligibles à la couverture du SCR sous formes de fonds excédentaires permettant ainsi d'améliorer leur taux de couverture. Parmi les méthodes proposées par l'ACPR, la méthode dite complète a été retenue par CNP Assurances dans le cadre des calculs de Solvabilité 2. Cependant, aucun ajustement relatif à la PPE n'est pris en compte pour la MCEV©, que ce soit pour l'estimation de la valeur de l'In Force, du Capital Requis ou de la Valeur des Affaires Nouvelles.

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 effets de mutualisation entre les nouveaux produits et le stock de contrats existants (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.

		2020		2019		Variation	
		M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	609	0,9	935	1,4	(326)	(34,9 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(193)	(0,3)	(222)	(0,3)	30	(13,3 %)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(19)	(0,0)	(23)	(0,0)	4	(16,4 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-couvrables	(113)	(0,2)	(146)	(0,2)	34	(23,0 %)
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	284	0,4	543	0,8	(259)	(47,7 %)
APE	Primes Annualisées Équivalentes		2 332		3 186	(854)	(26,8 %)
VAP	Valeur Actuelle des Primes		20 463		26 829	(6 366)	(23,7 %)
	Taux de marge		12,2 %		17,1 %	(4,9 %)	(28,6 %)
	Ratio VAP		1,4 %		2,0 %	(0,6 %)	(31,5 %)

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2020 : 686 618 477

La VAN Groupe est en baisse de 259 M€ (- 48 %). Cette baisse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (PVFP) est en baisse (- 35 %) par rapport à 2019. Portée par la France, cette variation s'explique par la baisse des volumes, ainsi que par les conditions économiques dégradées en lien avec la baisse des taux. En Amérique Latine, l'impact positif lié à la bonne dynamique des contrats Emprunteur à forte rentabilité est compensé par l'effet change. En Europe hors France, les effets négatifs liés aux évolutions de modèle, notamment sur CNP Santander sont partiellement atténués par la revue des hypothèses de frais et rachats.
- La Valeur des Options et Garanties (TVOG) passe de - 222 M€ en 2019 à - 193 M€ en 2020. Du fait de l'ancrage des taux en territoire négatif, la capacité à générer du résultat est impactée dès le scénario central.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (FCRC) à - 19 M€, impacte faiblement la Valeur des Affaires Nouvelles.
- Le Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR) se porte à - 113 M€, suite aux travaux d'homogénéisation réalisés en 2020 sur les quantiles et paramètres utilisés pour évaluer ces risques.

Le volume APE Groupe (2 332 M€) est en baisse de 26,8 % par rapport à 2019. Cette baisse est expliquée par :

- Une collecte en baisse sur tous les segments en France notamment sur les segments Epargne Euro (- 40 %) et Emprunteur (- 18 %) ;
- Une collecte en baisse sur le périmètre Amérique Latine (- 10 % à change constant) en raison du mix primes uniques/ périodiques sur le segment Retraite, malgré une bonne dynamique des contrats Emprunteur ;
- Une collecte en baisse en Europe hors France, principalement sur le segment Epargne Euro en Italie et Espagne, avec l'arrêt de la commercialisation des produits mono-supports en Espagne.

Le taux de marge du Groupe s'élève à + 12,2 % en 2020 contre + 17,1 % en 2019, en baisse de 4,9 points. La baisse du taux de marge est essentiellement due à la baisse des taux et au recul de la collecte sur la plupart des périmètres.

(En M€, %)	VAN	Variation	Taux de marge
Valeur des Affaires Nouvelles 2019	543		17,1 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	495	(48)	15,9 %
Mise à jour du volume APE	403	(93)	15,9 %
Mise à jour du mix segments	474	71	18,6 %
Mise à jour de l'expérience	494	21	19,9 %
Mise à jour des marchés financiers	341	(153)	13,7 %
Mise à jour du taux d'impôt	340	(2)	13,6 %
Mise à jour du taux de change	284	(56)	12,2 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2020	284	(259)	12,2 %
Variation	(259)		(4,9 %)

La VAN s'élève à + 284 M€ à fin 2020 contre + 543 M€ à fin 2019, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 48 M€) est essentiellement expliquée par la France avec le retrait de la prolongation de la diffusion par forward (- 22 M€), les prestations exceptionnelles réglées en 2020 au titre du Covid-19 dans le résultat projeté de la Prévoyance Collective des affaires souscrites en 2019 (- 22 M€ : ces prestations n'étant pas reconduites dans la projection de la VAN 2020) et l'amélioration de la modélisation des commissions Epargne dans les scénarios défavorables (+ 13 M€). Sur l'Epargne en Euro de la France, la part des plus-values latentes allouées aux affaires nouvelles a été augmentée, du fait de la baisse de la collecte, entraînant davantage de financement par le stock. La revue du coût en capital immobilisé sur tous les périmètres et des frais de satisfaction des clients sur CNP Santander impacte défavorablement la valeur en Europe hors France (- 13 M€).
- La mise à jour du volume APE (- 93 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 segments (+ 71 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre différents segments. Elle est portée principalement par l'effet favorable du Mix Pays.
- La mise à jour de l'expérience (+ 21 M€) reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité, des hypothèses comportementales, de la diminution des sur-commissions basées sur la performance de vente en 2020 et un mix produits favorable sur le segment Prévoyance/ Emprunteur en l'Amérique Latine (+ 16 M€).
- La mise à jour des marchés financiers (- 153 M€) reflète principalement les impacts liés à la baisse des taux qui augmentent le coût de la garantie en capital des contrats en Epargne euro.
- La mise à jour du taux d'impôt (- 2 M€) et du coût de Friction du Capital reflète essentiellement l'impact des variations de plus-values latentes sur les actifs bénéficiant de taux réduits.
- La mise à jour du taux de change (- 56 M€) reflète l'évolution des taux de change moyens du Real brésilien et du Pesos argentin contre l'Euro depuis les précédents calculs de référence de la VAN.

Le tableau ci-dessous présente les durations des Affaires Nouvelles :

Duration (années)	2020	2019
Épargne et Retraite	14,0	14,3
Prévoyance et Risque	6,3	6,2

2.3 MCEV© AU 31 DÉCEMBRE 2020

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV© du Groupe au 31 décembre 2020 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV© au 31 décembre 2019 :

	MCEV© 2020 avant distribution de dividendes 2020		MCEV© 2019 après distribution de dividendes 2019		Variation avant distribution de dividendes 2020		MCEV© 2019 avant distribution de dividendes 2019	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
ANR - Actif Net Réévalué	14 586	21,2	13 641	19,9	945	7 %	13 641	19,9
Capital Requis	10 628	15,5	4 978	7,3	5 650	113 %	4 978	7,3
Free Surplus	3 958	5,8	8 662	12,6	(4 705)	(54 %)	8 662	12,6
VIF – Valeur de l'In Force	1 671	2,4	6 921	10,1	(5 251)	(76 %)	6 921	10,1
Valeur Actuelle des Profits Futurs	9 875	14,4	13 768	20,1	(3 893)	(28 %)	13 768	20,1
Valeur Temps des Options & Garanties	(6 078)	(8,9)	(4 590)	(6,7)	(1 488)	32 %	(4 590)	(6,7)
Coût de Friction du Capital Requis	(575)	(0,8)	(544)	(0,8)	(31)	6 %	(544)	(0,8)
Coût des Risques Non-couvrables	(1 552)	(2,3)	(1 713)	(2,5)	162	(9 %)	(1 713)	(2,5)
MCEV© – Market Consistent Embedded Value	16 256	23,7	20 562	29,9	(4 306)	(21 %)	20 562	29,9

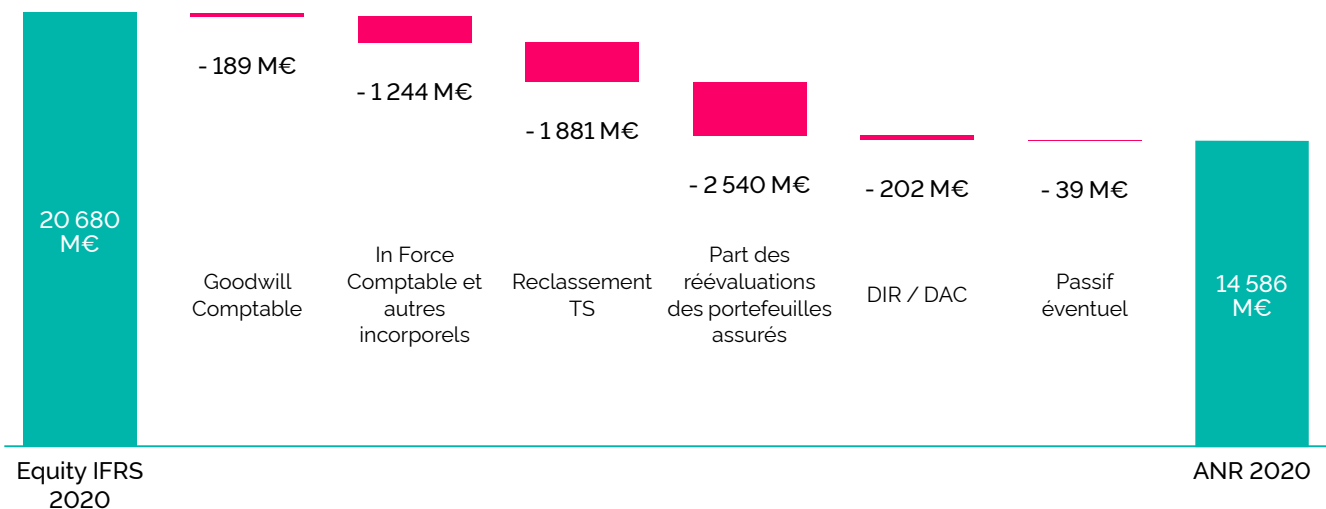
* Nombre d'actions au 31 décembre 2020 et au 31 décembre 2019 : 686 618 477

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 de l'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 la Valeur Temps des Options et Garanties Financières, 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 2020 :



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 Goodwills Comptables qui correspondent à une écriture comptable en normes IFRS liée au prix d'acquisition d'une entité ;
 - 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. Le montant de 1 244 M€ est notamment composé de la valeur des accords de distribution comptabilisée dans le cadre de la conclusion des accords avec Caixa Seguridade.
- **Reclassement des titres subordonnés** : la part des titres subordonnés considérés comme des éléments de capitaux propres dans les normes IFRS n'appartient pas aux actionnaires. La valeur de ces titres 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.
- Des frais d'acquisition reportés (DIR/DAC) correspondant à l'amortissement sur la durée des contrats des frais d'acquisition à la souscription ;
- **Passif éventuel** : CNP Assurances considère que l'anticipation du paiement relatif au renouvellement des accords du Brésil sur le périmètre Consorcios ne peut pas être intégrée aux excédents disponibles, ce paiement représentant un engagement ferme de la part du Groupe et ne constituant pas un engagement d'assurance. De ce fait, cette anticipation est déduite de l'ANR au 31 décembre 2020.

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 le Capital Requis :

(En M€)	ANR	Free Surplus	Capital Requis	VIF	MCEV©
MCEV© 2019	13 641	8 662	4 978	6 921	20 562
Ajustements initiaux	178	841	(663)	(205)	(28)
MCEV© 2019 ajustée	13 818	9 503	4 315	6 716	20 534
Contribution de la nouvelle production	(110)	(934)	823	394	284
Contribution du stock de contrats	169	169	0	922	1 091
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 298	2 028	(730)	(1 298)	0
Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle	80	17	63	180	260
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	53	(53)	38	38
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	500	(500)	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	1 437	1 834	(397)	236	1 673
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(255)	(7 063)	6 808	(4 968)	(5 223)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(122)	(123)	1	(6)	(128)
Total MCEV© earnings	1 060	(5 352)	6 412	(4 738)	(3 678)
Ajustements finaux	(293)	(193)	(100)	(307)	(600)
MCEV© 2020	14 586	3 958	10 628	1 671	16 256

Les ajustements initiaux de la MCEV© recouvrent :

- La hausse de l'ANR (+ 178 M€) correspondant principalement à la reconnaissance d'un impôt différé actif (+ 175 M€) suite à la conclusion des accords avec Caixa Seguridade ;
- La baisse de la VIF de - 205 M€ résultant pour l'essentiel du retrait du prolongement par forward et de l'harmonisation des méthodes d'évaluation du coût du capital et du taux d'impôt, compensés par une meilleure prise en compte des règles de commissionnement sur la France.

Les ajustements initiaux impactent le Capital Requis à la baisse (- 663 M€) liés aux effets de restatement sur la VIF et sur le Capital Requis Solvabilité 2.

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV© est de + 284 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2020 par les Affaires Nouvelles pour - 110 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 823 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 091 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 922 M€) calculée au 31 décembre 2019 et du rendement anticipé du Free Surplus (+ 169 M€) au 31 décembre 2019.

Par ailleurs, le résultat 2020 rattaché à la VIF du 31 décembre 2019 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 autres mouvements liés à l'activité opérationnelle correspondent à des dettes subordonnées d'un montant de + 500 M€ émises en 2020.

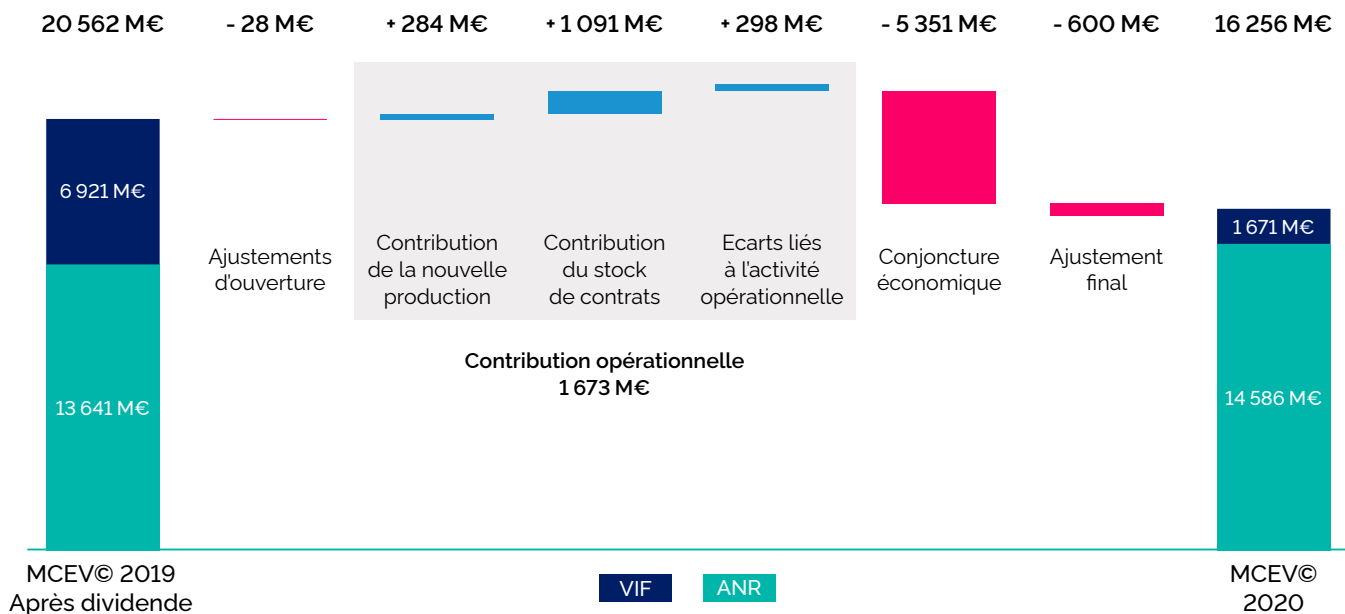
Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 1 673 M€ sur la MCEV©.

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de +1334 M€ (hors Titres Subordonnés -TS-) 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.

La conjoncture économique inclut :

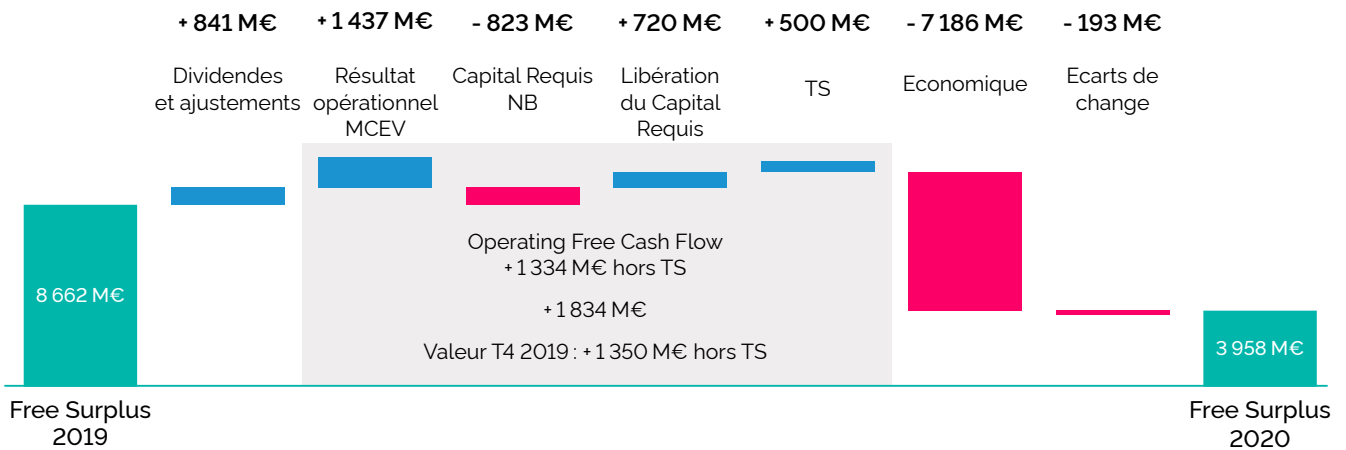
- **Les mouvements liés à l'évolution du contexte économique** ont un impact sur la VIF de - 4 968 M€ qui s'explique essentiellement par l'impact défavorable de la baisse des taux, partiellement compensé par la hausse des volatilités action. La hausse du Capital Requis (+ 6 808 M€) s'explique en partie par la hausse du Capital Requis Solvabilité 2 suite à la mise à jour des hypothèses économiques, mais également par la baisse de la VIF, puisque la VIF est un élément du capital éligible en couverture des exigences réglementaires.
 - **Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** (- 128 M€) résultent des écarts de fiscalité.
 - **Les ajustements finaux** (- 600 M€) correspondent principalement aux effets de change, essentiellement ceux du Real brésilien.
- 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 2019 au 31 décembre 2020 en regroupant les différents impacts :



2.3.3 Analyse des écarts du Free Surplus

Le graphique suivant explicite le changement de Free Surplus du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2020 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 3 958 M€, en baisse de 4 705 M€ par rapport à 2019.

L'ajustement d'ouverture est de + 841 M€ et correspond essentiellement à des effets de restatement (+ 663 M€) dus à une baisse du Capital Requis. A cela s'ajoute la reconnaissance d'un impôt différé actif (+ 175 M€) suite à la conclusion des accords avec Caixa Seguridade.

La contribution opérationnelle s'élève à + 1 834 M€ (+ 1 334 M€ hors TS) :

- Un résultat opérationnel 2020 de + 1 437 M€, en recul de - 1% par rapport à 2019 ;
- Une évolution du besoin en Capital Requis de - 103 M€, se décomposant en un besoin de - 823 M€ au titre des Affaires Nouvelles en hausse par rapport à 2019 et une libération de Capital Requis de + 720 M€ plus importante qu'en 2019 ;
- Des dettes subordonnées d'un montant de + 500 M€.

L'OFCE 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 - 7 186 M€ et résulte principalement de la baisse des taux qui a un impact défavorable sur le Capital Requis, et plus particulièrement sur la VIF.

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

Le tableau suivant présente l'analyse de l'OFCF en distinguant ses différentes composantes au 31 décembre 2020 et au 31 décembre 2019 :

(En M€)	2020	2019
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 298	1 251
Produits financiers du Free Surplus	169	221
Libération de Capital Requis vers le Free Surplus	730	556
Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle	571	1 126
Contribution attendue de l'In-Force	2 767	3 154
Capital Requis au titre de la nouvelle production	(823)	(641)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(110)	(110)
Capital Requis au titre des Affaires Nouvelles	(934)	(752)
OPERATING FREE CASH FLOW	1 834	2 402
Dont titres subordonnés	500	1 052

Au 31 décembre 2020, l'Operating Free Cash Flow est de 1 834 M€ (1 334 M€ hors TS).

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. 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 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 de contrats en cours dans un référentiel « monde réel » comme pour une embedded value traditionnelle.

Au 31 décembre 2020, le taux IDR du Groupe est calculé sur la base d'un spread de 20 bps. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bps et de 230 bps (identiques au 31 décembre 2019).

Le taux IDR s'établit à + 7,2 % au niveau du Groupe au 31 décembre 2020 contre + 9,7 % au 31 décembre 2019. Cette baisse est liée à la plus forte contribution des segments de Prévoyance/ Emprunteur dans la VIF.

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	14 586	1 671	16 256	284
Courbe des taux + 50 bps	(406)	2 983	2 577	133
Courbe des taux - 50 bps	409	(3 529)	(3 120)	(165)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)		(699)	(699)	(24)
Actions - 25 %	(968)	(2 297)	(3 265)	
Rachats - 10 %		3	3	24
Coûts - 10 %		504	504	34
Minimum réglementaire de Capital Requis		23	23	1
Sinistralité - 5 % - Risque longévité		(242)	(242)	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité		142	142	56
Volatilité taux + 25 %		(1 299)	(1 299)	(62)
Volatilité actions + 25 %		(1 043)	(1 043)	(33)

Dans chacun des calculs de sensibilités, toutes les autres hypothèses demeurent inchangées. Pour la sensibilité taux - 50 bp sur le périmètre France une décision future de gestion a été mise en place : elle consiste à réduire la poche action de 20 % sur les principaux portefeuilles d'épargne. Ceci a un impact sur les plus ou moins-value réalisées. Les durées de réinvestissement ont également été rallongées. Aucune décision future de gestion spécifique supplémentaire n'a été intégrée dans les autres 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.

Pour la sensibilité taux - 50 bp sur le périmètre France une décision future de gestion a été mise en place : elle consiste à réduire la poche action de 20 % sur les principaux portefeuilles d'épargne. Ceci a un impact sur les plus ou moins-value réalisées. Les durées de réinvestissement ont également été rallongées.

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'intérêt, l'impact est intensifié avec chaque baisse supplémentaire.

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.



3

Résultats détaillés par zone géographique

3.1	Aperçu	25
3.2	France	27
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	27
3.2.2	MCEV© au 31 décembre 2020	29
3.3	Amérique Latine	32
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2	MCEV© au 31 décembre 2020	34
3.4	Europe hors France	36
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2	MCEV© au 31 décembre 2020	38

3.1 APERÇU

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

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

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
VAN (En M€)	2019	263	206	74	543
	2020	63	165	55	284
	variation	(200)	(40)	(19)	(259)
En % de la VAN Groupe	2019	48 %	38 %	14 %	100 %
	2020	22 %	58 %	19 %	100 %
APE (En M€)	2019	2 146	692	348	3 186
	2020	1 544	466	322	2 332
	variation	(603)	(226)	(26)	(854)
Taux de marge (En %)	2019	12,3 %	29,7 %	21,4 %	17,1 %
	2020	4,1 %	35,5 %	17,2 %	12,2 %
	variation	(8,2 %)	5,8 %	(4,2 %)	(4,9 %)

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
MCEV© (En M€)	2019	17 299	1 899	1 364	20 562
	2020	13 446	1 418	1 393	16 256
	variation	(3 854)	(481)	29	(4 306)
En % de la MCEV© Groupe	2019	84 %	9 %	7 %	100 %
	2020	83 %	9 %	9 %	100 %
VIF (En M€)	2019	5 534	1 005	382	6 921
	2020	534	803	333	1 671
	variation	(5 000)	(202)	(49)	(5 251)
ANR (En M€)	2019	11 766	893	982	13 641
	2020	12 912	614	1 059	14 586
	variation	1 146	(279)	78	945

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
VIF 2020	534	803	333	1 671
Courbe des taux + 50 bp	2 962	(12)	33	2 983
Courbe des taux - 50 bp	(3 500)	12	(41)	(3 529)
VA = 0 bp	(687)	0	(12)	(699)
Actions - 25 %	(2 234)	0	(63)	(2 297)
Rachats - 10 %	(60)	46	17	3
Coûts - 10 %	472	12	20	504
Capital Requis	23	0	0	23
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(239)	0	(4)	(242)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	106	26	10	142
Volatilité taux + 25 %	(1 295)	0	(4)	(1 299)
Volatilité actions + 25 %	(1 040)	0	(3)	(1 043)

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
VAN 2020	63	165	55	284
Courbe des taux + 50 bp	129	(2)	6	133
Courbe des taux - 50 bp	(160)	2	(7)	(165)
VA = 0 bp	(21)	0	(3)	(24)
Rachats - 10 %	7	13	4	24
Coûts - 10 %	24	5	5	34
Capital Requis	1	0	(0)	1
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(1)	0	0	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	44	6	6	56
Volatilité taux + 25 %	(61)	0	(0)	(62)
Volatilité actions + 25 %	(32)	0	(1)	(33)

Pour la sensibilité taux - 50 bp sur le périmètre France une décision future de gestion a été mise en place : elle consiste à réduire la poche action de 20 % sur les principaux portefeuilles d'épargne. Ceci a un impact sur les plus ou moins-values réalisées. Les durées de réinvestissement ont également été rallongées.

3.2 FRANCE

L'activité France est répartie sur plusieurs segments : l'Épargne-Retraite, l'assurance Emprunteur et la Prévoyance.

Elle est marquée sur l'année 2020 par la baisse des taux qui impacte fortement la valeur.

A cela s'ajoute une contribution opérationnelle négative en raison de la baisse de la collecte.

63 M€

VAN 2020

4,1 %

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

22,3 %

DE LA VAN GROUPE

3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

		2020	2019	Variation	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	348	616	(268)	(43 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(191)	(218)	28	(13 %)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(11)	(12)	1	(9 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(83)	(122)	39	(32 %)
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	63	263	(200)	(76 %)
APE	Primes Annualisées Equivalentes	1 544	2 146	(603)	(28 %)
VAP	Valeur actuelle des Primes	14 570	20 283	(5 714)	(28 %)
	Taux de Marge	4,1 %	12,3 %	(8,2 %)	(67 %)
	Ratio VAP	0,4 %	1,3 %	(0,9 %)	(67 %)

Le volume APE en France (+ 1 544 M€), en baisse par rapport à 2019, est caractérisé par une baisse de la collecte de l'Épargne Euro et de l'Emprunteur atténuée par une stabilité de la collecte sur l'Épargne en unités de compte et la Prévoyance Collective.

La Valeur des Affaires Nouvelles s'élève à + 63 M€ à fin 2020 contre + 263 M€ en 2019 soit une baisse de 76 %.

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 2019	263		12,3 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	230	(34)	11,1 %
Mise à jour du volume APE	177	(53)	11,1 %
Mise à jour du mix segments	213	36	13,4 %
Mise à jour de l'expérience	214	1	13,9 %
Mise à jour des marchés financiers	65	(149)	4,2 %
Mise à jour du taux d'impôt	63	(2)	4,1 %
Mise à jour du taux de change	63	0	4,1 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2020	63	(200)	4,1 %
Variation	(200)		(8,2 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 34 M€) porte essentiellement sur le retrait de la prolongation de la diffusion par forward, les prestations exceptionnelles réglées en 2020 au titre du Covid-19 dans le résultat projeté de la Prévoyance Collective des affaires souscrites en 2019 (ces prestations n'étant pas reconduites dans la projection de la VAN 2020), ainsi que l'intégration d'une quote-part des plus ou moins-values du stock reflétant la mutualisation des marges financières dans la Prévoyance Collective. L'amélioration de la modélisation des commissions Epargne dans les scénarios défavorables ainsi que la revue de la méthodologie de calcul du CNHR complètent ces effets. Sur l'Epargne en Euro, la part des plus-values latentes allouées aux affaires nouvelles a été augmentée, du fait de la baisse de la collecte, entraînant davantage de financement par le stock.
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segments, la mise à jour du volume APE (- 53 M€) s'explique par la baisse des volumes sur l'Épargne Euro et l'Emprunteur atténuée par la stabilité des volumes sur l'Épargne en unités de compte et la Prévoyance Collective.
- La mise à jour du mix segments (+ 36 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre les différents segments. Elle est impactée par la baisse moins forte des volumes sur l'Epargne UC, la Prévoyance Collective, la Retraite et l'Assurance Emprunteur.
- La mise à jour de l'expérience (+ 1 M€) s'explique par la baisse des frais sur l'Epargne Euro, un mix Produits favorable sur la Retraite Collective (renforcement du poids des L441 et mix produit positif sur ACA), l'absence d'éléments nécessitant de refléter la sinistralité exceptionnelle relative au Covid-19 constatée en 2020 dans les éléments prospectifs. Cela est contrebalancé par une mise à jour de la sinistralité plus défavorable sur la Prévoyance Collective, diminué par la mise à jour des taux de marge sur l'Epargne en unités de compte.
- La mise à jour des marchés financiers (- 149 M€) reflète la baisse des taux qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital des produits d'Épargne Euro.
- La mise à jour du taux d'impôt et du Coût de Friction du Capital Requis a un impact négatif (- 2 M€).

Le tableau ci-dessous présente les durations des Affaires Nouvelles :

Duration (années)	2020	2019
Épargne et Retraite	14,1	14,3
Prévoyance et Risque	6,5	6,4

3.2.2 MCEV© au 31 décembre 2020

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

	2020		2019		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	534	0,8	5 534	8,1	(5 000)	(90,4 %)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	8 516	12,4	12 142	17,7	(3 626)	(29,9 %)
Valeur Temps des Options & Garanties	(6 036)	(8,8)	(4 556)	(6,6)	(1 480)	32,5 %
Coût de Friction du Capital Requis	(543)	(0,8)	(498)	(0,7)	(45)	8,9 %
Coût des Risques Non-couvrables	(1 403)	(2,0)	(1 555)	(2,3)	151	(9,7 %)

La VIF France (+ 534 M€) est en baisse de 90,4 % par rapport à 2019 en raison de l'environnement économique défavorable (- 4 962 M€), compensé par une contribution opérationnelle positive (+ 146 M€).

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© 2019	11 766	7 564	4 201	5 534	17 299
Ajustements initiaux	598	1 224	(626)	(180)	417
MCEV© 2019 ajustée	12 363	8 788	3 575	5 353	17 716
Contribution de la nouvelle production	(27)	(678)	650	91	63
Contribution du stock de contrats	161	161	0	844	1 005
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	988	1 557	(569)	(988)	0
Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle	(42)	(92)	50	169	127
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	55	(55)	30	30
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	500	(500)	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	1 079	1 503	(424)	146	1 226
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(259)	(7 019)	6 760	(4 962)	(5 222)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(125)	(126)	1	(3)	(128)
Total MCEV© earnings	695	(5 642)	6 337	(4 819)	(4 124)
Ajustements finaux	(146)	(146)	0	0	(146)
MCEV© 2020	12 912	3 000	9 912	534	13 446

Les ajustements initiaux de la MCEV© (+ 417 M€) recouvrent :

- La hausse de l'ANR (+ 598 M€) due principalement au paiement des dividendes Brésil et CNP Partners non reversés à ce jour ;
- L'impact sur la VIF de - 180 M€ résultant de plusieurs évolutions de modélisations (revue de la méthode du coût du capital contrebalancée par la revue du taux d'impôt et la suppression de la prolongation de la diffusion par forward, ainsi que la revue de la modélisation des commissions Epargne dans les scénarios défavorables).

Les ajustements initiaux impactent le Capital Requis à la baisse (- 626 M€) liés aux effets de restatement sur la VIF et sur le Capital Requis Solvabilité 2.

La contribution de la nouvelle production est de + 63 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2020 par les Affaires Nouvelles pour - 27 M€ ajouté à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 650 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 005 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 844 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 161 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2020 rattaché à la VIF du 31 décembre 2019 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV©.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la MCEV© à hauteur de + 127 M€.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle ont un impact de + 30M€ sur la VIF.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle** de + 1 226 M€ sur la MCEV© (Operating MCEV Return de + 6,9 %).

France	2020	2019
MCEV© N-1 ajustée	17 716	18 535
Contribution de l'activité opérationnelle	1 226	1 710
Operating MCEV Return	6,9 %	9,2 %

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 503 M€ (+ 1 003 M€ hors TS) 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 5 222 M€ de la MCEV© en raison principalement de la baisse des taux qui a un impact défavorable sur la VIF, partiellement compensée par la baisse de la volatilité des taux.

La hausse du Capital Requis (+ 5 711 M€) s'explique en partie par la hausse du Capital Requis Solvabilité 2 suite à la mise à jour des hypothèses économiques et par la baisse de la VIF, puisque la VIF est un élément du capital éligible en couverture des exigences réglementaires.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (- 128 M€) résultent des écarts de fiscalité.

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 Compañia de Seguros en Argentine.

L'année 2020 est marquée par la forte croissance du volume d'activité sur le segment Emprunteur du Brésil, atténuée par l'effet change défavorable et une réorientation des ventes vers les produits Retraite en unités de compte.

165 M€

VAN 2020

35,5 %

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

58,3 %

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€, %)		2020	2019	Variation	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	194	237	(43)	(18 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	0 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(8)	(11)	2	(20 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(20)	(20)	0	(2 %)
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	165	206	(40)	(20 %)
APE	Primes Annualisées Equivalentes	466	692	(226)	(33 %)
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 969	3 991	(1 022)	(26 %)
	Taux de Marge	35,5 %	29,7 %	5,8 %	19 %
	Ratio VAP	5,6 %	5,2 %	0,4 %	8 %

L'APE est en baisse sur le périmètre Amérique Latine (- 10 % à change constant), porté principalement par les segments Epargne/Retraite, Prévoyance Individuelle et Consorcios, malgré une bonne dynamique des contrats Emprunteur à forte rentabilité.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en hausse de 7,5 % à change constant, soit + 15 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 2019	206		29,7 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	204	(1)	29,2 %
Mise à jour du volume APE	182	(22)	29,2 %
Mise à jour du mix segments	206	24	33,1 %
Mise à jour de l'expérience	222	16	35,7 %
Mise à jour des marchés financiers	221	(1)	35,5 %
Mise à jour du taux d'impôt	221	0	35,5 %
Mise à jour du taux de change	165	(56)	35,5 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2020	165	(40)	35,5 %
Variation	(40)		5,8 %

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 1 M€) est liée à plusieurs effets compensatoires dont notamment :
 - Des améliorations et corrections de modèles (+ 3,5 M€) ;
 - La mise à jour de la méthodologie de calcul du CNHR (- 5,1 M€).
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segment, la mise à jour du volume APE (- 22 M€) s'explique par la baisse des volumes sur les segments Epargne/Retraite, Prévoyance Individuelle et Consorcios.
- La mise à jour du mix segments (+ 24 M€) résulte en un impact positif expliqué principalement par la hausse des volumes sur les contrats Emprunteur dont la rentabilité est plus forte.
- La mise à jour de l'expérience (+ 16 M€) est forte sur 2020 et s'explique principalement par des effets mix segments favorables, portés notamment par le développement de CVP en Prévoyance Collective.
- La mise à jour des marchés financiers (- 1 M€) est faible sur cet exercice et liée à la baisse des taux en 2020.
- La mise à jour du taux de change moyen (- 56 M€) est défavorable. Ce dernier est respectivement, pour le Brésil et l'Argentine, de 5,8943 BRL/€ et 81,0439 ARS/€ en 2020 contre 4,4134 BRL/€ et 53,8777 ARS/€ en 2019.

Le tableau ci-dessous présente les durations des Affaires Nouvelles :

Duration (années)	2020	2019
Épargne et Retraite	7,7	7,7
Prévoyance et Risque	4,4	4,6

3.3.2 MCEV© au 31 décembre 2020

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

	2020		2019		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	803	1,2	1 005	1,5	(202)	(20,1%)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	941	1,4	1 194	1,7	(253)	(21,2%)
Valeur Temps des Options & Garanties	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	1	(37,0%)
Coût de Friction du Capital Requis	(34)	(0,0)	(44)	(0,1)	10	(23,4%)
Coût des Risques Non-Couvrables	(103)	(0,2)	(143)	(0,2)	40	(27,7%)

La VIF (+ 803 M€) est en baisse de 202 M€ (- 20,1%) par rapport à 2019, principalement en raison de l'effet change (- 307 M€), malgré une capitalisation de la VIF de + 56 M€.

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© 2019	893	524	369	1 005	1 899
Ajustements initiaux	(400)	(360)	(40)	18	(382)
MCEV© 2019 ajustée	493	163	330	1 024	1 517
Contribution de la nouvelle production	(62)	(139)	77	227	165
Contribution du stock de contrats	3	3	0	56	59
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	214	255	(41)	(214)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	117	113	4	(0)	117
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	2	(2)	3	3
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	272	233	39	72	344
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(7)	(7)	1	14	7
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	2	2	0	0	2
Total MCEV© earnings	268	229	39	86	354
Ajustements finaux	(147)	(47)	(99)	(307)	(453)
MCEV© 2020	614	345	270	803	1 418

Les ajustements initiaux impactent la MCEV© (- 382 M€) principalement du fait du paiement des dividendes (- 596 M€) et du gain fiscal induit par la reconnaissance d'un impôt différé actif (+ 175 M€) suite à la conclusion des accords avec Caixa Seguridade.

L'amélioration des modèles de projection impacte la MCEV© à la hausse (+ 18 M€).

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV© est de + 165 M€. Ces Affaires Nouvelles nécessitent une immobilisation de Capital Requis de + 77 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 59 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 56 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 3 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2020 rattaché à la VIF du 31 décembre 2019 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV©.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de - 0,1 M€.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle conduisent à une augmentation de la VIF de + 3 M€ expliquée par la révision des hypothèses non économiques.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 344 M€ sur la MCEV© (Operating MCEV Return de 22,7 %).

Amérique Latine	2020	2019
MCEV© N-1 ajustée	1 517	1 525
Contribution de l'activité opérationnelle	344	341
Operating MCEV Return	22,7 %	22,3 %

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 233 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 + 7 M€ sur la MCEV©. L'impact est dû essentiellement à la baisse des taux.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (+ 2 M€) résultent des écarts de fiscalité.

Les ajustements finaux correspondent aux effets du taux de change, défavorables en Amérique Latine.

3.4 EUROPE HORS FRANCE

La zone géographique Europe hors France couvre les activités de CNP UniCredit Vita, CNP Santander Insurance (avec des opérations en Allemagne, Italie, Espagne, Pologne, les Pays Nordiques, la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche), CNP Luxembourg, CNP Partners et CNP Cyprus Insurance Holdings.

L'année 2020 est caractérisée par une baisse de la collecte sur tous les segments, plus marquée sur l'Epargne de l'Espagne et l'Italie et sur l'Emprunteur de CNP Santander.

55 M€

VAN 2020

17,2 %

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

19,5 %

DE LA VAN GROUPE

3.4.1 Valeur Affaires Nouvelles

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

		2020	2019	Variation	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	67	82	(16)	(19 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(2)	(4)	2	(46 %)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	0	(0)	1	(173 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(9)	(4)	(6)	162 %
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	55	74	(19)	(26 %)
APE	Primes Annualisées Equivalentes	322	348	(26)	(7 %)
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 924	2 555	370	14 %
	Taux de Marge	17,2 %	21,4 %	(4,2 %)	(20 %)
	Ratio VAP	1,9 %	2,9 %	(1,0 %)	(35 %)

Le volume APE en Europe hors France (+ 322 M€), en diminution de 7 %, résulte de la baisse de la collecte en Epargne en Euro de CNP UniCredit Vita et CNP Partners, en lien avec une réorientation des ventes sur des produits multi-support. Baisse des volumes sur CNP Santander.

La Valeur des Affaires Nouvelles à 55 M€ est en baisse de 26 %, soit - 19 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 2019	74		21,4 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	61	(13)	17,5 %
Mise à jour du volume APE	55	(6)	17,1 %
Mise à jour du mix segments	54	(1)	16,9 %
Mise à jour de l'expérience	58	4	18,0 %
Mise à jour des marchés financiers	55	(3)	17,2 %
Mise à jour du taux d'impôt	55	0	17,2 %
Mise à jour du taux de change	55	(0)	17,2 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2020	55	(19)	17,2 %
Variation	(19)		(4,2 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 13 M€) correspond essentiellement aux améliorations de la modélisation des frais liés à la satisfaction des clients sur CNP Santander (- 5,9 M€) et à la revue de la méthodologie de calcul du CNHR sur tous les périmètres (- 6,5 M€).
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segment, la mise à jour du volume APE (- 6 M€) s'explique par la baisse de la collecte des produits d'Emprunteur de CNP Santander, en lien avec la crise Covid-19 et des produits d'Épargne en unités de compte de CNP Unicredit Vita, expliquée par un recul des souscriptions en primes périodiques pour lesquelles la durée est plus importante.
- La mise à jour du mix segments (- 1 M€) est faible sur cet exercice.
- La mise à jour de l'expérience (+ 4 M€) est positive notamment en raison de la bonne performance des supports en unités de compte sur l'Épargne de l'Italie.
- L'environnement économique de taux bas impacte négativement la valeur sur les produits Épargne Euro (- 3 M€).

Le tableau ci-dessous présente les durations des Affaires Nouvelles :

Duration (années)	2020	2019
Épargne et Retraite	6,7	7,4
Prévoyance et Risque	2,8	2,5

3.4.2 MCEV© au 31 décembre 2020

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

	2020		2019		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	333	0,5	382	0,6	(49)	(12,8 %)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	418	0,6	432	0,6	(14)	(3,2 %)
Valeur Temps des Options & Garanties	(41)	(0,1)	(33)	(0,0)	(9)	26,4 %
Coût de Friction du Capital Requis	1	0,0	(1)	(0,0)	3	(195,2 %)
Coûts des Risques Non Réplicables	(45)	(0,1)	(15)	(0,0)	(29)	189,9 %

La VIF Europe hors France (333 M€) est en baisse de 12,8 % par rapport à 2019. La TVOG est en hausse en raison du contexte économique défavorable. Le Coût des Risques Non Réplicables augmente en raison de la mise à jour méthodologique des paramètres et quantiles de calcul.

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© 2019	982	574	408	382	1 364
Ajustements initiaux	(20)	(22)	3	(43)	(63)
MCEV© 2019 ajustée	962	552	410	339	1 301
Contribution de la nouvelle production	(21)	(117)	96	76	55
Contribution du stock de contrats	5	5	0	22	27
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	96	216	(120)	(96)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	5	(4)	9	11	17
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(4)	4	5	5
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	86	97	(12)	18	103
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	11	(37)	48	(20)	(9)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	1	1	0	(3)	(2)
Total MCEV© earnings	97	61	36	(5)	92
Ajustements finaux	0	0	(0)	(1)	(1)
MCEV© 2020	1 059	613	446	333	1 393

Les ajustements initiaux impactent la MCEV (- 63 M€) décomposée en :

- Une baisse de l'ANR (- 20 M€) due aux variations d'actifs incorporels (- 3 M€), ainsi qu'au paiement d'un dividende suite à la cession d'Isalud (- 16 M€) en Espagne.
- Une baisse de la VIF (- 43 M€) principalement expliquée par la mise à jour de la méthodologie de calcul du CNHR sur tous les périmètres et l'amélioration de la modélisation des frais liés à la satisfaction des clients sur CNP Santander.

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 55 M€, portée en majeure partie par la filiale CNP Santander (+ 32 M€) et la filiale italienne CNP UniCredit Vita (+ 14 M€). Elle intègre le résultat net généré en 2020 par les Affaires Nouvelles pour - 21 M€ imputé à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 96 M€ en grande partie liée à l'activité non-vie de CNP Santander.

La contribution du stock de contrats (+ 27 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 22 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 5 M€). L'écoulement de la VIF permet de libérer - 120 M€ au titre du Capital Requis et de transférer + 96 M€ vers l'ANR, portés par les résultats des stocks de la filiale italienne (+ 55 M€) et de la filiale CNP Santander (+ 24 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2020 rattaché à la VIF de décembre 2019 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent l'ANR de + 5 M€. La VIF est quant à elle impactée de + 11 M€.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de 5 M€.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 103 M€ sur la MCEV© (Operating MCEV Return de 7,9 %). L'OFCE est de + 97 M€.

Europe hors France	2020	2019
MCEV© N-1 ajustée	1 301	1 212
Contribution de l'activité opérationnelle	103	138
Operating MCEV Return	7,9 %	11,4 %

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique ont un impact de - 9 M€ sur la MCEV©, dont + 11 M€ pour l'ANR, liés aux variations des plus-values latentes sur les fonds propres de l'ensemble des filiales. L'impact sur la VIF de - 20 M€ est principalement porté par CNP Partners (- 16 M€) suite à une évolution de la modélisation des rentes et à la détérioration des conditions de marché qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital sur les contrats d'Épargne en Euro.

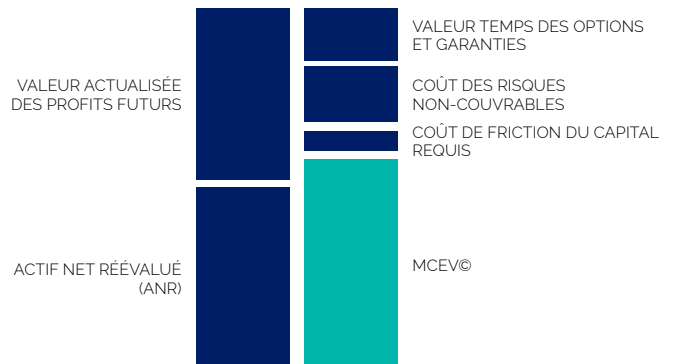


Méthodologie

4.1	Actif Net Réévalué	42
4.1.1	Capital Requis	42
4.1.2	Free Surplus	42
4.2	Valeur de l'In Force (VIF)	43
4.2.1	Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	43
4.2.2	Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	43
4.2.3	Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	44
4.2.4	Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR)	44
4.3	Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	45
4.3.1	Définition des affaires nouvelles	45
4.3.2	Méthodologie d'évaluation	45

4.1 ACTIF NET RÉÉVALUÉ

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 (hormis pour la Prévoyance Collective). 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.



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 immobiliser 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. L'arrêté du 28 décembre 2019, permettant de prendre en compte les fonds excédentaires dans le ratio de solvabilité, n'a pas entraîné de revue de cette hypothèse.

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 elle aussi une composante liée au risque de marché.

4.1.2 FREE SURPLUS

Les Capitaux Libres correspondent à la valeur de l'ANR diminuée du Capital Requis.

4.2 VALEUR DE L'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 Résiduel des Risques Non-Couvrables (CRNHR) ;
- Le coût Frictionnel du Capital Requis (FCRC) ;

4.2.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)

La PVFP correspond à la Valeur Actualisée des Profits Futurs nets d'impôt 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 options de participation aux bénéfices ;
- Les garanties planchers des contrats en unités de compte ;
- Les options de rachat.
- Les garanties de taux technique des rentes en service et garanties induites par le tarif d'acquisition du point pour le portefeuille Préfon et les autres produits L. 441 ;

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. Le générateur économique Moody's Analytics permet de générer 1 000 scénarios projetant :

- L'évolution des indices actions ;
- La courbe des taux nominaux pour les maturités entières comprises entre 1 an et 50 ans ;
- L'évolution d'un indice immobilier ;
- Les courbes de spreads de crédit corporate (notations AAA à CCC) pour les maturités entières comprises entre 1 an et 50 ans.
- La courbe des taux réels 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. Pour les entités européennes 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.

Dans le contexte de taux historiquement bas, il est constaté un manque de profondeur du marché (notamment des options de taux) qui introduit une incertitude quant à la cohérence des prix des actifs sur les marchés financiers. Cette situation a conduit CNP Assurances à utiliser en 2019 une technique de prolongation de la diffusion par forward (PPF) sur les trajectoires les plus extrêmes à la baisse. Ce traitement a été désactivé pour la clôture annuelle 2020, afin d'être en ligne avec les calculs Solvabilité 2.

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 pour la France 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.

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.

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

4.2.4 Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR)

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 ou 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 ».

Le Groupe a retenu une approche de coût du capital pour évaluer ces risques résiduels non-couvrables, dont les quantiles et paramètres ont fait l'objet de travaux d'homogénéisation en 2020. Le capital alloué au titre de ces risques est défini comme la contribution de chacun des risques spécifiés au niveau de fonds propres et selon Solvabilité 2.

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 2020.

Épargne 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 L. 441 et Épargne-Retraite Collective en France et PGBL/VGBL (Retraite en unités de compte) 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 prises en compte dans la valeur du stock.

Prévoyance Collective :

Les contrats de Prévoyance Collective étant annuels du 1er janvier au 31 décembre avec une date de souscription antérieure au 1er 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 prises en compte 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 prises en compte 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 du stock : 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 sans intégrer 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 et hors Prévoyance Collective en France, 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 « stand-alone » 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, en Espagne et pour la Prévoyance Collective en France depuis 2020, 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 de l'actif auquel sont adossés les contrats participatifs et à supposer qu'elle est réservée aux seules Affaires Nouvelles.



5

Hypothèses

5.1	Hypothèses Economiques	48
5.1.1	Courbe des taux de référence	48
5.1.2	Calibrage du modèle de taux	49
5.1.3	Calibrage du modèle actions	50
5.1.4	Calibrage des autres indices diversifiés	50
5.1.5	Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	50
5.1.6	Taux de change	51
5.1.7	Taux d'imposition	51
5.1.8	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	51
5.1.9	Taux de financement des titres subordonnés	51
5.2	Hypothèses non économiques	52
5.2.1	Hypothèse des frais	52
5.2.2	Hypothèses de sinistralité et de persistance	52
5.2.3	Décisions de gestion futures	52

5.1 HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES

Les calculs d'Embedded Value reposent sur des hypothèses financières déterminées à partir des conditions de marché au 31 décembre 2020.

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 31/12/2020	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 31/12/2019
1	(0,62%)	(0,42%)	2,60%	4,22%
2	(0,62%)	(0,39%)	3,92%	4,92%
5	(0,56%)	(0,23%)	5,73%	6,12%
10	(0,37%)	0,11%	7,01%	6,63%
15	(0,17%)	0,36%	7,41%	6,67%
20	(0,09%)	0,50%	7,34%	6,58%
30	0,69%	1,20%	6,97%	6,35%
Taux forward ultime	3,75%	3,90%	5,50%	5,50%
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

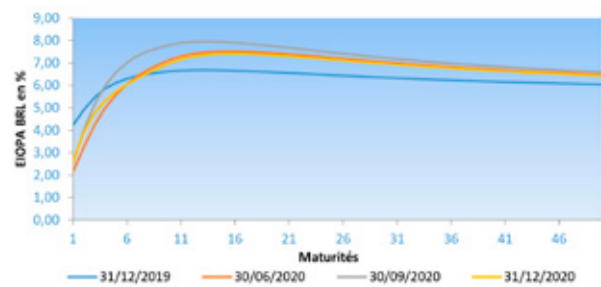
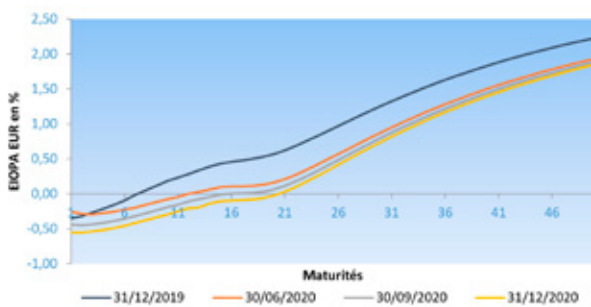
Sur la zone euro, la courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 3,75% (en baisse de 0,15% par rapport au 31/12/2019). Pour le Brésil, le point d'entrée se situe à 10 ans et la courbe des taux converge sur 50 ans vers le taux forward ultime à 5,50%.

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'utiliser les courbes fournies par l'EIOPA.

Les niveaux des corrections de risque de crédit et de correction pour volatilité au 31/12/2020 pour les différentes zones au sein de la zone euro sont identiques au 31/12/2019 et sont présentés dans le tableau ci-après :

Ajustements (bps)	France	Italie	Espagne	Irlande	Luxembourg	Chypre	Brésil
CRA	10	10	10	10	10	10	35
VA	7	7	7	-	7	-	n.a

Pour des raisons opérationnelles, l'application d'une « volatility adjustment » n'est pas systématique sur l'ensemble du Groupe. Cet ajustement n'a pas été pris en compte pour certains pays, notamment pour ceux pour lesquels cette application est fonction des spécificités des superviseurs locaux.



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. Le calibrage se base sur les volatilités de swaptions à la monnaie et en dehors de la monnaie (source Bloomberg) dont les volatilités 10Y swaption ATM de marchés sont les suivantes :

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
MCEV© 31/12/2019 (normales)	0,46 %	0,48 %	0,53 %	0,57 %	0,56 %	0,54 %	0,52 %	0,50 %
MCEV© 31/12/2020 (normales)	0,37 %	0,41 %	0,49 %	0,53 %	0,53 %	0,52 %	0,50 %	0,48 %

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

5.1.3 Calibrage du modèle actions

Un niveau de volatilité différent pour chaque horizon de projection compris entre 1 et 10 ans a été utilisé pour la génération de l'indice 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 2020.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV© 31/12/2019	15,0 %	15,9 %	17,2 %	18,2 %
MCEV© 31/12/2020	19,2 %	19,4 %	19,9 %	20,5 %

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

5.1.4 Calibrage des autres indices diversifiés

Deux autres indices de diversification sont calibrés dans le modèle de projection. Il s'agit de l'indice immobilier et de l'indice Equity Minimum Variance pour lesquels les volatilités considérées sont respectivement de 7% et de 15,04%.

La correction appelée « Moment Matching Adjustment » est appliquée sur l'ensemble des indices de diversification pour assurer une projection martingale.

5.1.5 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate

Le Groupe CNP Assurances a intégré en 2015 un modèle de diffusion des spreads de crédit corporate, le modèle Credit G2 (JLT). Les paramètres du modèle sont calibrés afin de reproduire

le niveau de spread d'une obligation de notation A et de maturité 7 ans (49 bps au 31 décembre 2020).

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	DEFAULT
AAA	94,2 %	5,6 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
AA	2,1 %	89,8 %	7,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
A	11 %	3,2 %	90,2 %	4,8 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
BBB	11 %	1,2 %	4,9 %	89,4 %	2,7 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
BB	0,4 %	0,4 %	0,8 %	6,9 %	82,6 %	7,0 %	0,3 %	1,5 %
B	0,4 %	0,4 %	0,8 %	1,6 %	5,9 %	80,8 %	6,4 %	3,9 %
CCC	0,3 %	0,4 %	0,8 %	1,5 %	2,5 %	7,8 %	77,4 %	9,4 %
DEFAULT	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %

5.1.6 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	
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2019
Brésil (BRL/€)	6,3735	4,5157	5,8943	4,4134
Argentine (ARS/€)	102,8603	67,1949	81,0439	53,8777
Norvège (NOK/€)	10,4703	9,8638	n.a.	n.a.
Suède (SEK/€)	10,0343	10,4468	n.a.	n.a.
Pologne (PLN/€)	7,4409	4,2568	n.a.	n.a.
Danemark (DKK/€)	4,5597	7,4715	n.a.	n.a.

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

5.1.7 Taux d'imposition

Les taux d'imposition retenus dans les travaux d'Embedded Value correspondent aux taux normatifs en vigueur dans les pays d'implantation du Groupe. Le taux est en hausse sur la France suite à une revue méthodologique : les taux d'impôt réduits notamment sur les participations non cotées à l'actif de son bilan sont traités par ailleurs. En outre, le taux d'imposition sur les sociétés en France passe à 25 % d'ici 2022. Le tableau ci-dessous montre les taux d'imposition de tous les pays du Groupe :

Terms	France	Italie	Luxembourg	Espagne	Chypre	Brésil	Argentine	Irlande
MCEV© 31/12/2019	17,56 %	30,82 %	26,01 %	25 %	12,50 %	40 % ⁽¹⁾	30 % ⁽²⁾	12,50 %
MCEV© 31/12/2020	26,19 %	30,82 %	24,94 %	25 %	12,50 %	40 % ⁽¹⁾	30 % ⁽²⁾	12,50 %

(1) A l'exception de CAIXA Consorcios et Odonto dont le taux d'imposition est de 34%

(2) Le taux d'impôt passe à 25% à partir du deuxième semestre 2021.

5.1.8 Coût du capital alloué au titre des Risques Résiduels Non-Couvrables

Suite à la revue méthodologique du calcul du CRNHR, deux groupes de risques sont intégrés dans le calcul du CRNHR : l'ensemble des risques qui ne sont pas projetés dans la PVFP ou dans la TVOG et l'ensemble des risques qui sont incertains et/ou asymétriques, mais qui sont considérés dans le calcul de la PVFP/TVOG. Le même taux de coût de capital est appliqué devant ces deux groupes fixé à fin 2020 à 5 %.

5.1.9 Taux de financement des Titres Subordonnés

Ceux-ci permettent de couvrir 76 % (moyenne sur le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2020 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 2020, un taux d'inflation annuel entre 1 % et 1,75 % pour les entités européennes a été retenu pour les drivers n'incluant pas déjà une inflation implicite. En Amérique Latine, une courbe d'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

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 décisions de gestion futures prises en compte dans les environnements les plus singuliers, telles que les situations de taux courts et longs négatifs durables, ont fait l'objet d'une mise à jour en 2020. Ces nouvelles décisions de gestion s'appuient sur les stratégies d'investissement et de revalorisation appliquées au cours de l'année 2020 et envisagent dorénavant une baisse de l'exposition action en cas d'une baisse des taux de - 50 bps. Cette décision de gestion est déclinée sur la sensibilité - 50 bps uniquement. Les durées de réinvestissement ont également été rallongées.



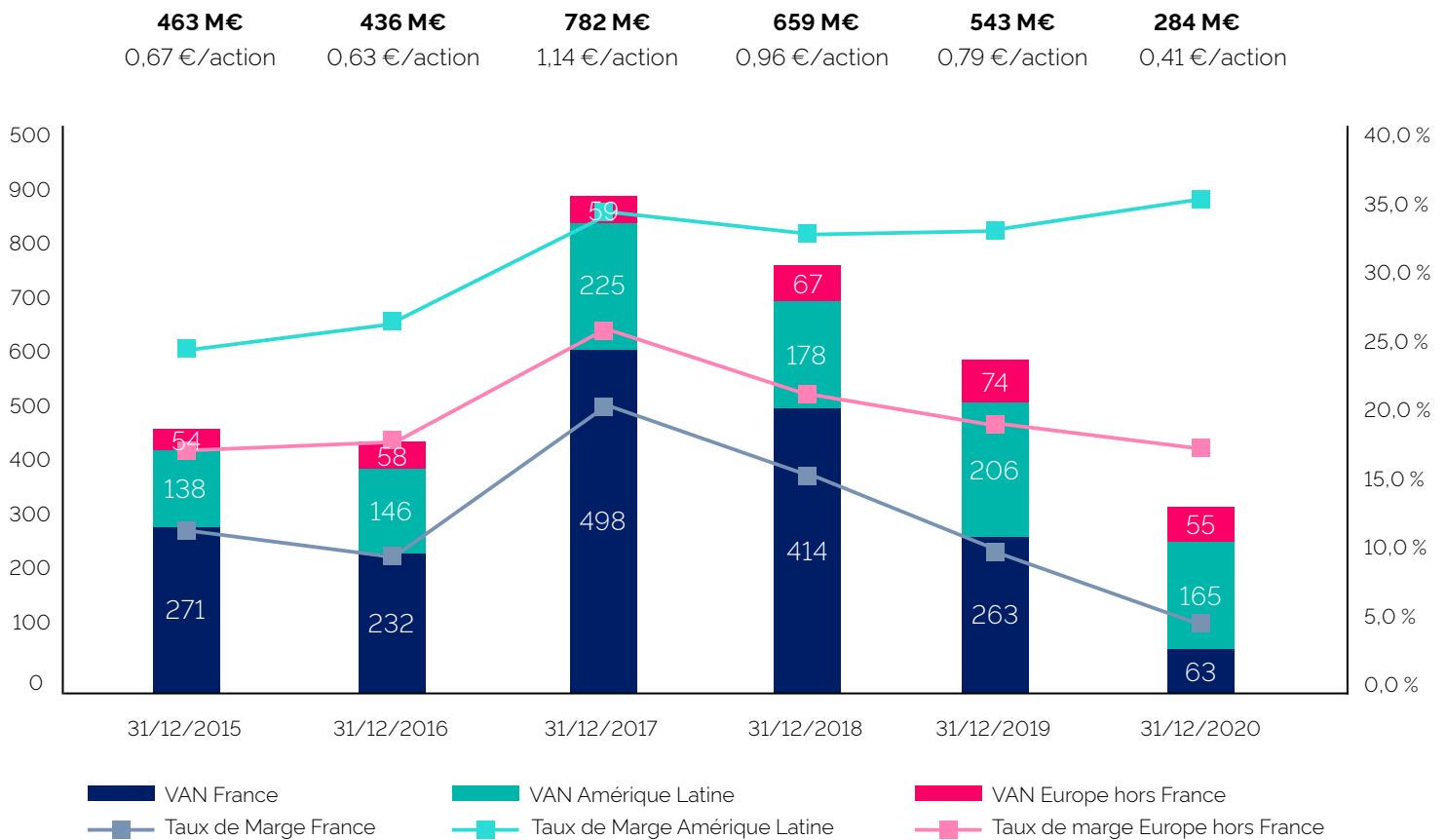
6

Évolution de la MCEV© depuis 2015

6.1	Historique de VAN (en M€ et Taux de Marge en %)	55
6.2	Historique de MCEV© (en M€)	56

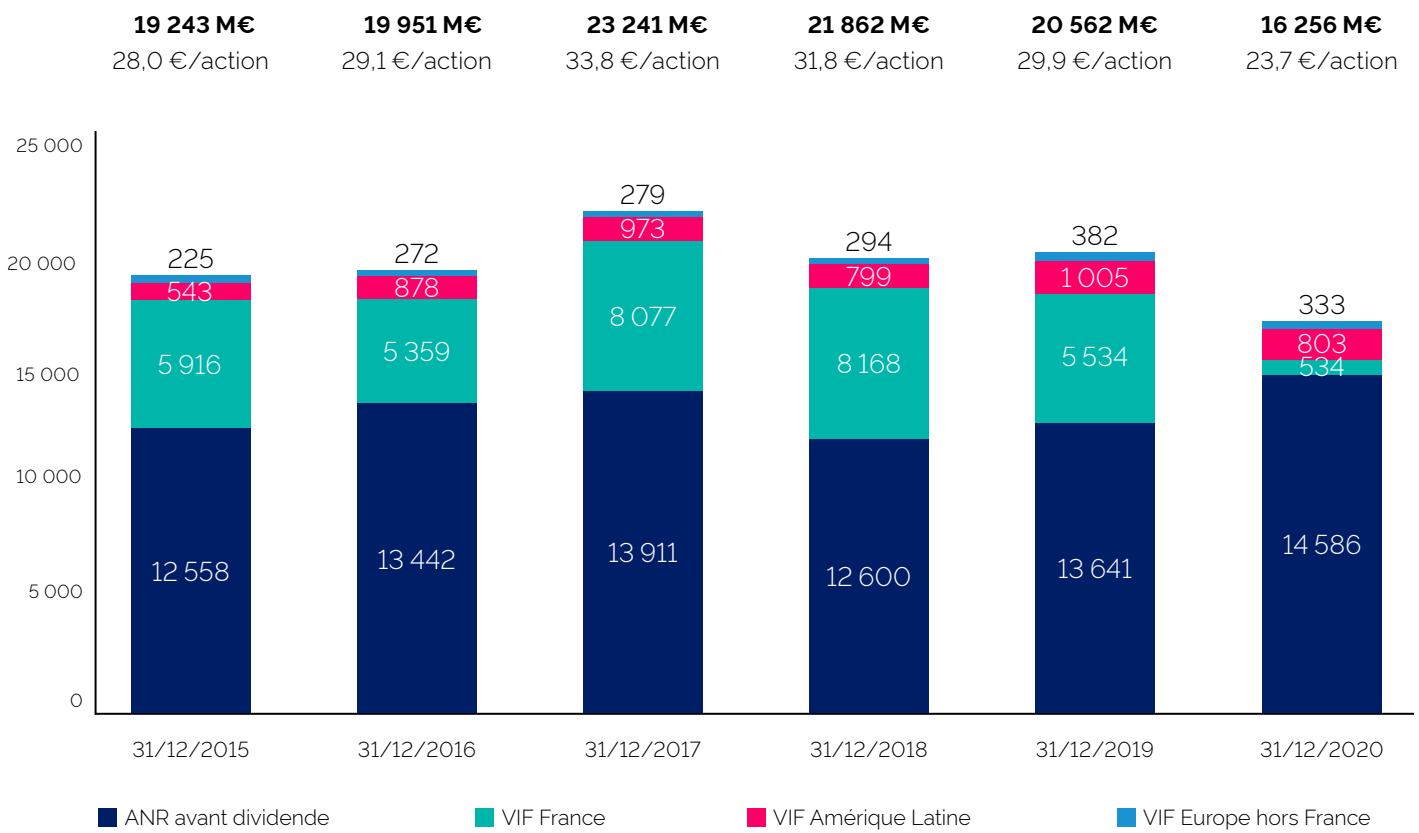


6.1 HISTORIQUE DE VAN (en M€ et taux de marge en %)



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 d'une partie des richesses des stocks.

6.2 HISTORIQUE DE MCEV[©] (en M€)





7

Opinion externe sur l'Embedded Value

OPINION EXTERNE

CNP ASSURANCES
4 PLACE RAOUL DAUTRY
75716 PARIS CEDEX 15

Exercice clos le 31 décembre 2020

À l'attention du Directeur Général 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 les informations relatives 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 2020 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l'« Information MCEV© »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2020 établi par CNP Assurances (ci-après désigné « Rapport EV ») et joint à notre rapport.

Le Rapport EV, l'Information MCEV© et les hypothèses sur lesquelles elle repose ont été établies 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 avril 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 2020.

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 la cohérence de l'approche « market consistent » retenue par la direction et décrite dans le Rapport EV au regard des principes MCEV© et du guide d'application publiés par le CFO Forum, révisés en mai 2016,
- Vérifier la conformité de la méthodologie appliquée pour l'établissement de l'Information MCEV© avec celle décrite dans le Rapport Embedded Value,
- 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,
- Vérifier la cohérence des résultats présentés dans l'Information MCEV© avec la méthodologie et les hypothèses décrites dans le Rapport Embedded Value,

- 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 2020,
- 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, notamment en matière de décisions de gestion futures par la direction et de comportement des assurés, présentant par nature un caractère incertain et qui sont susceptibles d'évoluer en fonction des changements d'environnement. 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 2020 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 avril 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 2020, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification d'ici début mars 2021.

Ce rapport est régi par la loi française

Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 17 février 2021
PricewaterhouseCoopers Audit / Mazars

Bénédicte Vignon - Eric Demerté - Olivier Leclerc - Grégory Boutier



8

Annexes

Annexe A : **Glossaire**
Annexe B : **Périmètre**

62
64

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 de l'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 net 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.

Coût 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 de l'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.

Rendement sur MCEV©

Mesure le poids de la contribution opérationnelle de l'année sur la valeur de la MCEV© ajustée N-1.

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.

Valeur Temps des Options et Garanties Financières (TVOG)

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)

Évaluation 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-Répliquables. Cet indicateur est net d'intérêts minoritaires et d'impôts sur les résultats.

Valeur de l'In Force (VIF)

Correspond à la Valeur Actualisée des Profits Futurs nets d'impôt 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	MFPrévoyance	65,00 %
	France	Arial CNP Assurances	40,00 %
AMERIQUE LATINE	Brésil	CVP	40,00 %
	Brésil	Autres périmètres	51,75 %
	Argentine	CNP Assurances Compañia de Seguros	76,47 %
EUROPE HORS FRANCE	Italie	CNP UniCredit Vita	57,50 %
	Italie	Succursale Italienne de CNP Assurances	100,00 %
	Espagne	CNP Partners	100,00 %
	Luxembourg	CNP Luxembourg	100,00 %
	Chypre/Grèce	CNP Cyprus Insurance Holdings	100,00 %
	Irlande	CNP Santander Insurance	51,00 %

Un changement de quote-part a impacté certains périmètres de l'entité Brésil (Vida, Prestamista et Previdência) en raison du renouvellement des accords au Brésil : passage de 51,75 % à 40 % au 1^{er} janvier 2021. Sur le reste du périmètre la quote-part à 51,75 % est maintenue.

Les entités non couvertes ont été valorisées sur la base de leur ANR.

**Assurons
un monde
plus ouvert**

