



CNP Assurances

Rapport Embedded Value

31/12/2011

Présentation des résultats 2011

22 février 2012

Sommaire

1. Introduction	3
2. Résultats	4
2.1 MCEV [®] au 31 décembre 2011	4
2.2 VNB au 31 décembre 2011	5
2.3 Sensibilités	6
2.4 Analyse des écarts Groupe	7
2.5 Operating Free Cash Flow	9
2.6 IDR Implied Discount Rate	9
3. Résultats détaillés par pays	10
3.1 VIF par pays au 31 décembre 2011	10
3.2 VNB au 31 décembre 2011	10
3.2.1 Volume APE	10
3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2011	11
3.3 Sensibilités	13
3.3.1 Sensibilités VIF	13
3.3.2 Sensibilités VNB	13
3.4 Analyse des écarts par pays	14
4. Méthodologie	18
4.1 Périmètre Couvert	18
4.2 Actif Net Réévalué	19
4.2.1 Capital Requis	19
4.2.2 Free Surplus	19
4.3 Valeur d'In-Force	20
4.3.1 PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs	20
4.3.2 Coût de friction du capital requis	20
4.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties	20
4.3.4 Coût des risques résiduels non répliquables	21
4.4 Valeur du New Business	22
4.4.1 Définition des affaires nouvelles	22
4.4.2 Méthodologie	23
4.4.3 APE Annual Premium Equivalent	23
4.5 Sensibilités	23
5. Hypothèses	25
5.1 Hypothèses financières	25
5.1.1 Courbe de référence	25
5.1.2 Calibrage du modèle de taux	26
5.1.3 Calibrage du modèle actions	26
5.1.4 Hypothèses financières du Brésil	26
5.1.5 Hypothèses financières pour l'Italie, le Portugal et l'Espagne	27
5.2 Taux d'imposition	27
5.3 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables	27
5.4 Hypothèses non économiques	27
5.4.1 Evaluation des frais généraux	27
5.4.2 Hypothèse de sinistralité et de persistance	27
6. Evolution de la MCEV[®] depuis le 31/12/2007	28
6.1 Historique MCEV [®]	28
6.2 Historique VNB	28
7. Opinion Milliman	29

1. Introduction

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

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

Les valeurs publiées reposent sur une méthodologie dite « Market Consistent ». Les calculs réalisés par le groupe CNP Assurances sont conformes aux normes MCEV^{©1} édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » à l'exception de la valorisation de Caixa Seguros qui demeure basée sur une méthodologie traditionnelle. Les activités de CNP Unicredit Vita (filiale italienne de CNP Assurances), de CNP Vida (filiale espagnole de CNP Assurances), de la succursale CNP Italia et de Barclays Vida y Pensiones (filiale de CNP Assurances ayant des activités en Italie, Espagne et Portugal) ont quant à elles été valorisées à partir de la courbe des taux des emprunts d'Etat correspondant.

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

Les sensibilités MCEV[©] sont par ailleurs présentées dans les annexes IFRS 7 aux états financiers et font l'objet, à ce titre, d'un audit des commissaires aux comptes.

¹ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

2. Résultats

2.1 MCEV[®] au 31 décembre 2011

Normes MCEV [®] - M€ -	MCEV [®] 2011 avant distribution de dividendes 2011		MCEV [®] 2010 après distribution de dividendes 2010		Variation avant distribution de dividendes 2011		MCEV [®] 2010 avant distribution de dividendes 2010	
	M€	€/Action ²	M€	M€	M€	%	M€	€/Action
ANR - Actif Net Réévalué	9 411	15,8	8 536	14,4	875	10%	8 993	15,1
Capital Requis	7 844	13,2	7 623	12,8	221	3%	7 623	12,8
Free Surplus	1 567	2,6	913	1,5	654	72%	1 369	2,3
VIF – Valeur d'In Force	2 448	4,1	3 089	5,2	-641	-21%	3 089	5,2
Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 793	9,7	6 538	11,0	-745	-11%	6 538	11,0
Valeur Temps des Options & Garanties	-1 664	-2,8	-1 787	-3,0	123	-7%	-1 787	-3,0
Coût de Friction du Capital Requis	-1 080	-1,8	-1 114	-1,9	34	-3%	-1 114	-1,9
Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-1,0	-548	-0,9	-53	10%	-548	-0,9
MCEV[®] - Market Consistent Embedded Value	11 859	20,0	11 625	19,6	234	2%	12 081	20,3

La valeur de la MCEV[®] 2011 de CNP Assurances s'établit à 11 859 M€ en hausse de 2% par rapport à la valeur 2010 après dividendes. Cette évolution s'appuie sur une hausse de l'ANR à hauteur de 10% portée par le résultat dégagé au titre de l'année 2011.

La Valeur d'In Force est en repli de 21%. Cette baisse est essentiellement liée aux marchés financiers dégradés : baisse des valeurs actions et écartement des spreads dans un contexte de forte volatilité.

Une analyse plus fine des principaux vecteurs de changement est détaillée dans les sections suivantes. Le chapitre 3 présente la décomposition des valeurs d'In Force par pays.

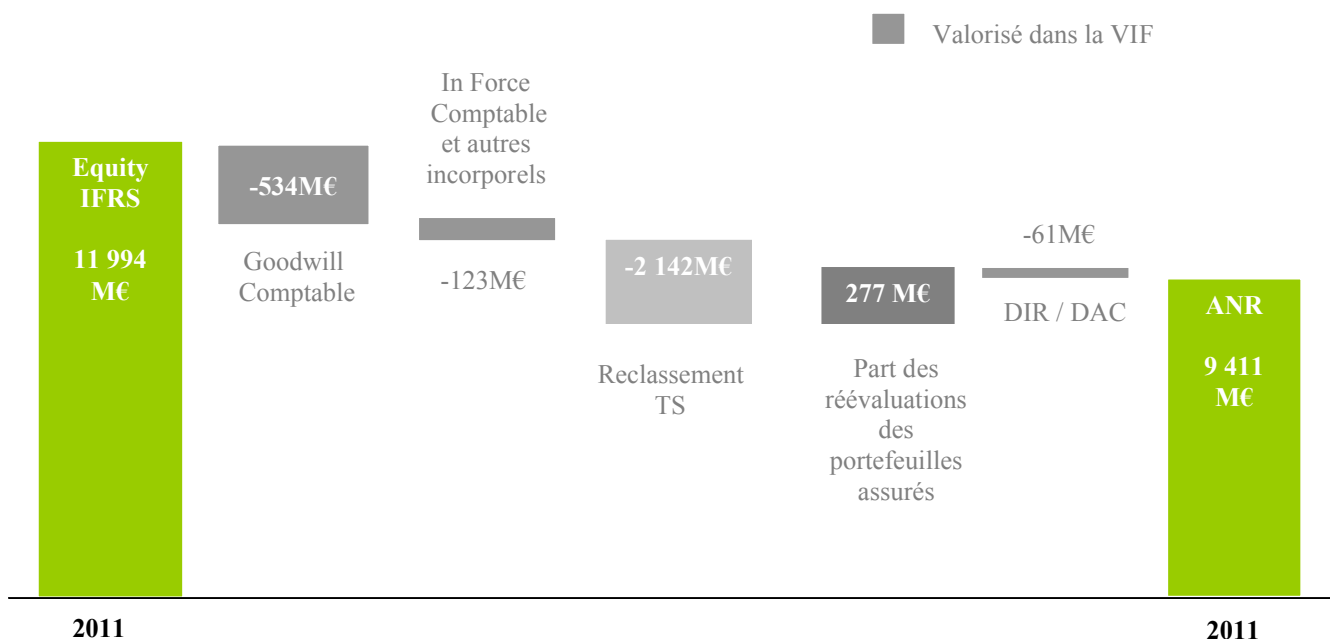
• Actif Net Réévalué

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

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

² Nombre d'actions au 31/12/2011 et au 31/12/2010 : 594 151 292.

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



2.2 VNB au 31 décembre 2011

Normes MCEV® - M€ -	2011		2010		Variation	
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	631	1,1	746	1,3	-115	-15%
Valeur Temps des Options & Garanties	-117	-0,2	-177	-0,3	60	-34%
Coût de Friction du Capital Requis	-83	-0,1	-106	-0,2	23	-22%
Coûts des Risques Non Réplicables	-69	-0,1	-70	-0,1	1	-1%
Valeur New Business	362	0,6	393	0,7	-31	-8%
APE ³	2 938		3 186		-248	-8%
VAP ⁴	25 491		28 427		-2 936	-10%
Ratio APE	12,3%		12,3%		+0,0%	0%
Ratio VAP	1,4%		1,4%		+0,0%	3%

La valeur des affaires nouvelles 2011 s'établit à 362 M€ en baisse de 8 % dans la lignée du volume APE. L'évolution de volume APE traduit la baisse du chiffre d'affaires sur le marché français.

Les évolutions détaillées par pays sont présentées à la section 3.2.1 de ce rapport.

Le ratio APE du Groupe est stable à 12,3%. La part de l'International représente désormais 22,8% du volume APE en 2011 contre 21,5% en 2010.

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

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

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

<i>Normes MCEV®</i>	VNB	Variation	Ratio APE
New Business 2010	393		12,3%
Mise à jour du modèle	392	-1	12,2%
Mise à jour du volume APE	386	-6	13,0%
Mise à jour du Mix Produit	390	4	13,1%
Mise à jour de l'expérience	392	2	13,2%
Mise à jour des marchés financiers	373	-19	12,5%
Mise à jour de la fiscalité	372	-1	12,5%
Mise à jour du taux de change	362	-10	12,3%
New Business 2011	362	-31	12,3%

La mise à jour du volume APE par entité impacte négativement la valeur des affaires nouvelles de 6 M€.

L'effet mix produit 2011 résulte essentiellement de la baisse de la part des contrats d'épargne en € et de la performance robuste de l'activité emprunteur dans l'ensemble des entités européennes du groupe.

La mise à jour des données d'expérience se traduit par une croissance de valeur de 2M€ : la hausse des rachats atténue l'impact positif de la baisse de la poche action dans l'allocation cible conformément au programme engagé en 2011 en France.

L'impact majeur est d'ordre économique : la mise à jour des marchés financiers entraîne une baisse de 0,7 point du ratio APE essentiellement liée à la hausse de la volatilité dans un contexte de taux bas. La mise à jour de la fiscalité et du taux de change conduit à une baisse de valeur cumulée de 11M€.

2.3 Sensibilités

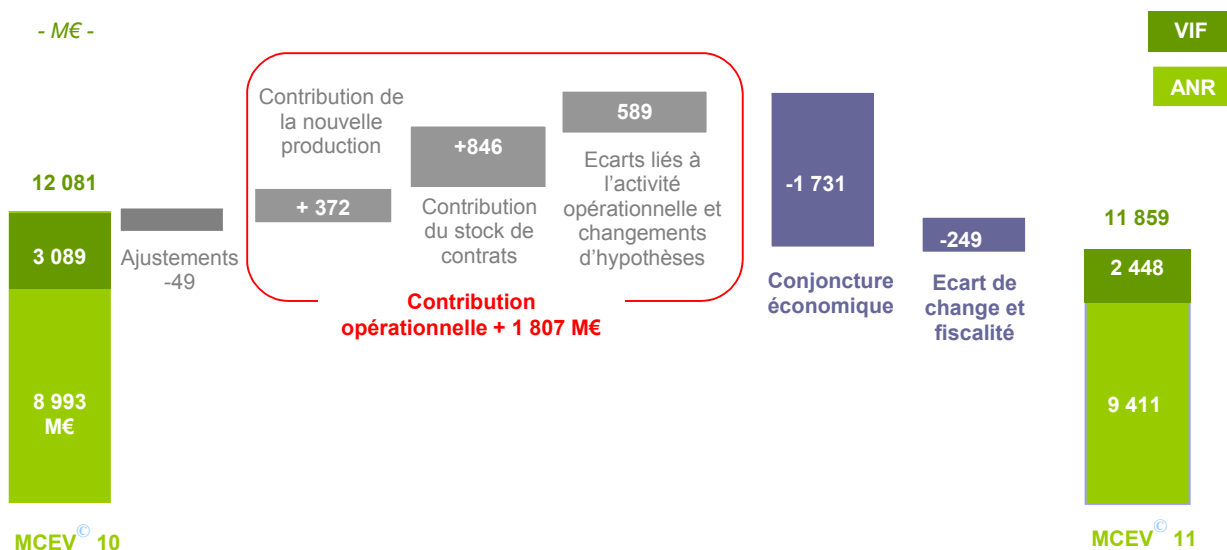
Les sensibilités présentées ci-dessous sont conformes aux exigences du CFO Forum.

- M€ -	ANR	VIF	MCEV®	VNB
MCEV® - Market Consistent Embedded Value	9 411	2 448	11 859	362
Courbe des taux +100 bp	-229	166	-63	18
Courbe des taux -100 bp	229	-351	-122	-68
Prime de liquidité +10 bp		49	49	3
Actions -10%	-248	-436	-684	
Rachats -10%		193	193	27
Coûts -10%		348	348	32
Capital Requis		86	86	7
Sinistralité -5% - Risque longévité		-75	-75	0
Sinistralité -5% - Risque mortalité & invalidité		154	154	50
Volatilité taux +25%		-641	-641	-39
Volatilité actions +25%		-316	-316	-25

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

L'utilisation de la prime contra-cyclique de 182bp par rapport aux taux SWAP aurait un impact de +649 M€ sur la VIF et +35M€ sur la VNB.

2.4 Analyse des écarts Groupe



L'analyse des écarts met en exergue la contribution significative de **l'activité opérationnelle** sur l'évolution de la MCEV[®] entre 2010 et 2011 qui se décompose en :

- un montant de 372 M€ attribué à la nouvelle production,
- une contribution de 846 M€ du stock de contrats en portefeuille au 31/12/2010,
- des écarts liés à l'activité opérationnelle et des changements d'hypothèses pour un montant de 589 M€.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2011 par une baisse de 1 731 M€ affectée au niveau du poste « **conjoncture économique** ». L'écartement des spreads des titres souverains combiné à la baisse du marché action, se traduit par une baisse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs. La volatilité se maintient par ailleurs à un niveau élevé.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV[®] de 11 859 M€ proviennent, à part égale, de la mise à jour du taux de change euro/réal et de la mise à jour de la fiscalité pour un montant négatif de 249 M€.

Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la valeur de portefeuille (Value In Force) et l'ANR, ce dernier étant lui-même décomposé entre le Capital Requis et le Free Surplus. Ces deux dernières notions sont issues des normes de publication de la MCEV[®] définies au sein du CFO Forum. Le Capital Requis correspond au capital nécessaire à l'exercice de l'activité d'assureur selon des critères propres à chaque compagnie. CNP Assurances a fixé le niveau de capital requis à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I), financé à hauteur de 41,4% par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2010	8 993	1 369	7 623	3 089	12 081
Ajustements initiaux	-190	-216	25	141	-49
MCEV® 2010 ajustée	8 802	1 153	7 649	3 230	12 032
Contribution de la nouvelle production	-27	-870	843	399	372
Contribution du stock de contrats	48	48	0	799	846
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	835	1 358	-523	-835	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	211	332	-121	-55	155
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	1	-1	434	434
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	1 066	869	197	741	1 807
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-353	-367	13	-1 377	-1 731
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-27	-27	0	-97	-124
Total MCEV® earnings	685	475	210	-734	-48
Ajustements finaux	-77	-62	-15	-48	-125
MCEV® 2011	9 411	1 567	7 844	2 448	11 859

Le poste « ajustements initiaux » correspond essentiellement :

- au paiement du dividende 2010 pour 456 M€,
- à l'intégration de MFPrévoyance et à l'allocation à l'ANR de réserves prudentielles constituées sur les portefeuilles assurés et initialement financées par l'actionnaire,
- aux améliorations de modèle sur la VIF.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +372 M€ à l'évolution de la MCEV®. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2011 par les affaires nouvelles pour -27 M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 843 M€.

La contribution du stock de contrats (+846 M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+799 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+48 M€). Par ailleurs, le résultat 2011 rattaché à la VIF du 31/12/2010 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV®.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF de -55 M€ principalement sous l'effet de la hausse des rachats. Au niveau de l'ANR, ils s'élèvent à 211 M€ et résultent de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipée. Ces écarts et les orientations stratégiques actées en 2011 ont conduit le groupe CNP Assurances à revoir les hypothèses liées à l'activité opérationnelle pour 434M€. L'allocation en action a en particulier été réduite conformément au programme engagé cette année en France.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une diminution de l'exigence en capital de 121 M€ suite à la nouvelle émission de titres subordonnés, augmentant la part de financement du capital requis de 40% à 41,4%. Cette nouvelle émission se traduit également par un gain au niveau de la VIF.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV® de 11 859 M€ sont :

- l'impact de la mise à jour du taux de change pour un montant de -125 M€
- les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle pour -124M€, principalement l'évolution de la fiscalité française : relèvement du taux d'impôt sur les sociétés en France de 34,43% à 36,1% et hausse des contributions sociales des contrats d'épargne.

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

2.5 Operating Free Cash Flow

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

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

- M€ -	2010	2011
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	745	835
Produits financiers du Free Surplus	37	48
Libération de capital requis vers le Free Surplus	508	523
Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle	491	332
Contribution attendue de l'In-Force	1 781	1 738
Capital requis au titre de la nouvelle production	-903	-843
Résultat 2011 attribuable à la nouvelle production	-5	-27
Capital requis au titre des affaires nouvelles	-908	-870
Operating Free Cash Flow	873	868

2.6 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 8,1% au niveau du groupe CNP Assurances au 31/12/2011 contre 7,7% au 31/12/2010 après prise en compte des ajustements initiaux. Il est calculé sur la base d'un spread de 20 bp sur les obligations corporate en portefeuille. La courbe des taux de référence bénéficie d'un spread de 20 bp et les actions et l'immobilier d'une prime de risque de 200 bp.

3. Résultats détaillés par pays

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

3.1 VIF par pays au 31 décembre 2011

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

- M€ -		Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne ⁵
MCEV® 2011	Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 793	4 957	835	575	138	89
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 664	-1 588	-76	0	-73	-3
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 080	-1 033	-47	-28	-12	-7
	Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-541	-59	0	-36	-16
	Valeur In Force	2 448	1 795	653	547	17	62
MCEV® 2010	Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 538	5 718	820	552	158	73
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 787	-1 754	-33	0	-30	-2
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 114	-1 076	-38	-24	-10	-4
	Coûts des Risques Non Réplicables	-548	-533	-15	0	-7	-4
	Valeur In Force	3 089	2 355	733	528	111	63
Δ	M€	-641	-560	-80	20	-93	0
	%	-21%	-24%	-11%	4%	-84%	0%

La VIF est en baisse de 21%. Les portefeuilles d'épargne-retraite des implantations européennes du groupe CNP Assurances pâtissent de la crise de la dette souveraine et de la baisse du marché action. Le Brésil poursuit, quant à lui, sa dynamique de croissance avec une activité en hausse de 4% (+13% à change constant).

3.2 VNB au 31 décembre 2011

3.2.1 Volume APE

- M€ -	Groupe	France	International	dont Brésil	Dont Italie	Dont Espagne
Chiffre d'affaires IFRS 2011	30 005	23 864	6 141	2 764	1 699	900
Chiffre d'affaires IFRS 2010	32 315	26 129	6 186	2 446	2 473	850
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	-7%	-9%	-1%	13%	-31%	6%
APE 2011	2 938	2 268	670	453	147	64
APE 2010	3 186	2 499	686	420	192	69
Taux d'évolution de l'APE	-7,8%	-9,2%	-2,3%	7,9%	-23,4%	-7,2%
VAP 2011	25 491	21 875	3 616	2 019	948	587
VAP 2010	28 427	24 158	4 269	1 879	1 696	640
Taux d'évolution de la VAP	-10,3%	-9,5%	-15,3%	7,5%	-44,1%	-8,2%

• France

Le volume APE est en baisse de 9% par rapport à 2010, et s'établit à 2 268 M€. Dans un marché français de l'assurance vie en net recul, le volume APE des contrats en euros décroît de 12%. La collecte des contrats en unités de compte subit une baisse limitée à 5%. La collecte en assurance emprunteur demeure en revanche particulièrement robuste, en croissance de 4%.

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

- **Brésil**

L'APE de Caixa Seguros croît de 8% (17% à change constant), porté notamment par la croissance de la branche épargne-retraite de 30%. En dépit des réductions tarifaires actées dans le contexte de compétition accru du marché brésilien, la part des contrats emprunteurs Hipotecario demeure robuste à 9% du volume APE total.

- **Italie**

Dans un contexte économique morose, le volume APE de CNP Unicredit Vita et de la succursale italienne, a diminué de 23% pour s'établir à 147 M€ en 2011. Le changement de mix produit initié en 2010 se confirme avec un report massif de la collecte vers les contrats en unités de compte : Index et Unit Linked. La gamme en euros (Unigarantito) qui représentait près de 55% du volume APE en 2010 (73% en 2009) ne représente plus que 26% du profil de ventes contre 66% pour les contrats en unités de compte.

- **Espagne**

Le volume APE baisse de 8%. Notons la bonne performance de la succursale italienne de BVP pour sa deuxième année d'activité et un mix produit qui s'oriente vers des garanties risques plus rémunératrices : la part de ces contrats se porte désormais à 24% du volume APE total contre 12% en 2010.

3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2011

- M€ -	Groupe		France		International		dont Brésil		Dont Italie		Dont Espagne	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
New Business 2010	393	12,3%	222	8,9%	171	24,9%	124	29,6%	19	10,1%	24	34,9%
Mise à jour du modèle	392	12,2%	222	8,8%	169	24,6%	124	29,6%	19	10,1%	23	35,3%
Mise à jour du volume APE	386	13,0%	200	8,8%	186	26,1%	146	29,6%	15	10,1%	21	33,4%
Mise à jour du Mix Produit	390	13,1%	205	9,0%	185	26,0%	135	27,4%	24	16,2%	22	34,8%
Mise à jour de l'expérience	392	13,2%	212	9,4%	180	25,3%	134	27,1%	23	15,9%	19	30,3%
Mise à jour des marchés financiers	373	12,5%	202	8,9%	171	24,0%	129	26,2%	18	12,2%	20	32,1%
Mise à jour du taux d'impôt	372	12,5%	201	8,9%	171	24,0%	129	26,2%	18	12,2%	20	32,1%
Mise à jour du taux de change	362	12,3%	201	8,9%	160	23,9%	119	26,2%	18	12,2%	20	32,1%
New Business 2011	362	12,3%	201	8,9%	160	23,9%	119	26,2%	18	12,2%	20	32,1%
Evolution	-31	0,0%	-21	0,0%	-11	-1,0%	-6	-3,4%	-1	2,1%	-4	-2,8%

- **France**

Le mix produit 2011 est légèrement favorable et entraîne une croissance de 0,2 point du ratio APE. La part des contrats en unités de compte se maintient au-delà de 7,5% en 2011 et celle de l'emprunteur progresse à 9%. La baisse de la part action permet de compenser en partie les effets de la conjoncture économique. En intégrant les effets de la fiscalité, le ratio APE reste stable à 8,9%.

- **Brésil**

De 2010 à 2011, la VNB baisse de 5% mais demeure en croissance à change constant : +4%. La collecte demeure très dynamique avec un mix produit légèrement défavorable traduisant la croissance de l'activité d'épargne retraite de 30%. Par ailleurs, pour accompagner le développement des gammes prévoyance, Caixa Seguros a consenti une réduction de ses marges. Ces éléments combinés à la hausse de l'inflation

se traduisent par une baisse du ratio APE de 30% à 26%. Notons une expérience favorable sur la sinistralité des contrats d'assurance emprunteur qui compense en partie les réductions tarifaires, actées suite à l'ouverture du marché.

- **Italie**

En termes de volume, le dynamisme des ventes des gammes UC ne compense pas la baisse des ventes sur les gammes d'épargne en euros. Néanmoins, le mix produit, favorable, contribue à la hausse globale du ratio APE de 10% à 12%. Cet effet est atténué par la dégradation des lois de rachats et les effets de la conjoncture économique. Le coût des options et garanties financières et le coût des risques non répliquables alloués à la gamme d'épargne en euros se renchérit, dans le contexte de hausse des taux et de forte volatilité.

- **Espagne**

Le ratio APE sur les entités espagnoles est en légère baisse de 35% à 32%. Sur CNP Vida, dans la continuité de 2010, le mix produit s'oriente vers les garanties chômage des contrats emprunteurs. Sur BVP, le niveau d'APE reste stable, mais est marqué par de fortes variations entre les différents pays. Désormais, les trois pays où est implanté BVP participent de manière équivalente à la VNB de l'entité, quand en 2010, l'essentiel était concentré sur l'Espagne.

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

- M€ -		Groupe	France	International	dont Brésil	Dont Italie	dont Espagne
2011	PVFP	631	441	190	127	31	28
	TVOG	-117	-109	-8	0	-6	-3
	FCRC	-83	-70	-13	-8	-3	-2
	CNHR	-69	-61	-8	0	-5	-3
	VNB	362	201	160	119	18	20
	Ratio VNB / APE	12,3%	8,9%	23,9%	26,2%	12,2%	32,1%
2010	Ratio VNB / VAP	1,4%	0,9%	4,4%	5,9%	1,9%	3,5%
	PVFP	746	550	196	133	34	27
	TVOG	-177	-168	-9	0	-8	-1
	FCRC	-106	-93	-13	-8	-3	-1
	CNHR	-70	-66	-4	0	-3	-1
	VNB	393	222	171	124	19	24
	Ratio VNB / APE	12,3%	8,9%	24,9%	29,6%	10,1%	34,9%
	Ratio VNB / VAP	1,4%	0,9%	4,0%	6,6%	1,1%	3,8%

3.3 Sensibilités

3.3.1 Sensibilités VIF

- M€ -	Groupe	France	Internationale	dont Brésil	Dont Italie	dont Espagne
VIF Value of In Force	2 448	1 795	653	547	17	62
Courbe des taux +100 bp	166	214	-49	-24	-21	-5
Courbe des taux -100 bp	-351	-418	68	24	41	5
Prime de liquidité +10 bp	49	49	0	0	0	0
Actions -10%	-436	-433	-3	0	-2	0
Rachats -10%	193	166	26	10	11	4
Coûts -10%	348	327	21	10	4	5
Capital Requis ramené au BMS	86	85	1	0	1	0
Sinistralité -5% - Risque longévité	-75	-72	-2	0	0	-2
Sinistralité -5% - Risque mortalité/invalidité	154	132	22	17	2	2
Volatilité taux +25%	-641	-596	-46	0	-46	0
Volatilité actions +25%	-316	-316	0	0	0	0

3.3.2 Sensibilités VNB

- M€ -	Groupe	France	Internationale	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
Valeur du New Business	362	201	160	119	18	20
Courbe des taux +100 bp	18	24	-6	-5	-2	2
Courbe des taux -100 bp	-68	-74	6	6	1	-2
Prime de liquidité +10 bp	3	3	0	0	0	0
Rachats -10%	27	19	7	6	0	1
Coûts -10%	32	25	7	4	1	1
Capital Requis ramené au BMS	7	7	0	0	0	-0
Sinistralité -5% - Risque longévité	0	0	1	0	1	0
Sinistralité -5% - Risque mortalité/invalidité	50	42	8	7	0	0
Volatilité taux +25%	-39	-33	-5	0	-5	0
Volatilité actions +25%	-25	-24	0	0	-0	0

3.4 Analyse des écarts par pays

- France

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2010	7 864	600	7 265	2 355	10 220
Ajustements initiaux	-52	-84	32	137	85
MCEV® 2010 ajustée	7 812	516	7 296	2 492	10 305
Contribution de la nouvelle production	-31	-782	751	233	201
Contribution du stock de contrats	13	13	0	675	688
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	636	1 124	-489	-636	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	180	273	-93	-33	147
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelles	0	0	0	438	438
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	798	628	170	677	1 474
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-348	-362	14	-1 287	-1 635
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-30	-30	0	-87	-117
Total MCEV® earnings	420	236	184	-697	-278
Ajustements finaux	-18	-18	0	0	-18
MCEV® 2011	8 214	734	7 480	1 795	10 009

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement de dividendes de 456 M€ aux actionnaires du groupe CNP Assurances, l'augmentation de capital de CNP Unicredit Vita, les améliorations de modèles et les remontées des dividendes des filiales au titre de l'exercice 2010.

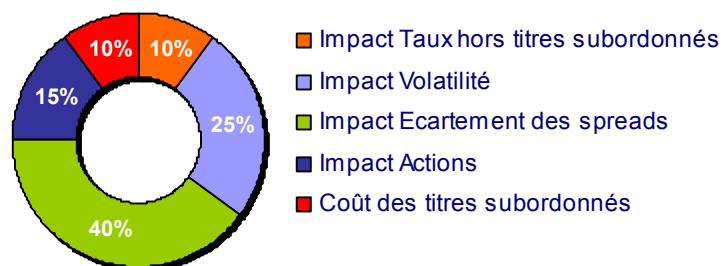
La valeur de la nouvelle production contribue en 2011 à hauteur de +201 M€ à l'évolution de la MCEV®. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 751 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF de -33€ principalement sous l'effet de la hausse des rachats. Au niveau de l'ANR, ils s'élèvent à 180 M€. Ils résultent de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipée. Ces écarts ainsi que les orientations stratégiques 2011 ont conduit le groupe CNP Assurances à revoir les hypothèses liées à l'activité opérationnelle pour 438 M€. Cette variation comprend l'ajustement des hypothèses d'allocation d'actifs conformément à la politique de réduction progressive de la poche action.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau du Capital Requis à -93 M€ suite principalement à la nouvelle émission de titres subordonnés, augmentant la part de financement du capital requis de 40% à 41,4%. Cette nouvelle émission se traduit également par un gain au niveau de la VIF.

La conjoncture économique a un effet négatif sur la valeur de 1 635 M€ dans un contexte d'écartement des spreads et d'un niveau de volatilité élevé. Les effets de la conjoncture économique se traduisent essentiellement par une baisse des richesses initiales associée à une hausse sensible du risque de crédit intégré dans les rendements futurs.

La décomposition des effets de la conjoncture économique met en exergue l'impact majeur de l'écartement des spreads sur le portefeuille obligataire et de la hausse de la volatilité des taux :



Le relèvement du taux d'impôt sur les sociétés de 34,43% à 36,1% les deux prochaines années et la hausse des contributions sociales prélevées sur le rendement des contrats d'épargne impacte la valeur à hauteur de - 117M€.

- **Brésil**

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2010	645	496	149	528	1 173
Ajustements initiaux	-141	-141	0	0	-141
MCEV® 2010 ajustée	504	354	149	528	1 032
Contribution de la nouvelle production	12	-43	55	117	129
Contribution du stock de contrats	25	25	0	92	117
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	142	175	-34	-142	0
Ecartés constatés liés à l'activité opérationnelle	25	21	4	-10	15
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelles	0	0	0	32	32
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	204	179	25	89	293
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	20	20	0	-21	-1
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	4	4	0	0	4
Total MCEV® earnings	228	202	25	68	295
Ajustements finaux	-59	-45	-14	-48	-107
MCEV® 2011	672	512	161	547	1 220

Le dividende payé par Caixa Seguros au titre de l'exercice 2010 s'élève à 141 M€. La MCEV® ajustée s'établit donc à 1 032 M€.

Les affaires nouvelles contribuent pour 129 M€ à change constant à la croissance de la MCEV® : le résultat 2011 des affaires nouvelles augmente l'ANR de 12 M€ et la VIF de 117 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent sur la VIF de la fermeture d'un contrat « Consorcio » et sur l'ANR des résultats en assurance non vie ainsi que d'une sinistralité plus faible qu'anticipée. Ce dernier élément a conduit le groupe CNP Assurances à revoir les hypothèses retenues pour la projection impactant ainsi la VIF de +32 M€.

L'effet de la conjoncture économique est relativement neutre sur la valeur de Caixa Seguros, la performance réelle du compte propre par rapport au projeté compensant la baisse des rendements projetés de la branche épargne retraite. Le montant de 4 M€ comptabilisé au niveau du poste « autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle » correspond à la différence entre l'impôt effectif et l'impôt calculé sur la base du taux normatif.

La mise à jour du taux de change conduit à baisser la MCEV[®] de 107 M€.

- **Italie**

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2010	240	109	131	111	351
Ajustements initiaux	23	23	0	3	26
MCEV[®] 2010 ajustée	263	132	131	114	377
Contribution de la nouvelle production	-8	-30	22	26	18
Contribution du stock de contrats	4	4	0	20	24
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	39	55	-16	-39	0
Ecart constaté lié à l'activité opérationnelle	-8	-1	-7	-6	-14
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelles	0	1	-1	-25	-25
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	27	29	-2	-25	2
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-7	-5	-2	-61	-68
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-3	-3	0	-10	-13
Total MCEV[®] earnings	17	21	-4	-96	-79
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
MCEV[®] 2011	281	153	127	17	298

Les actionnaires de CNP Unicredit Vita ont procédé à une augmentation de capital à hauteur de 40M€ (à 100%) afin d'accompagner la filiale dans sa stratégie de développement.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +18 M€ à l'évolution de la MCEV[®]. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2011 par les affaires nouvelles de -8 M€ du fait de l'escompte de commission versée au réseau. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 22 M€.

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

Les effets de la conjoncture économique (-68 M€) se traduisent par :

- une baisse de la richesse latente des portefeuilles d'actifs consécutive à la forte hausse des taux d'emprunts d'Etat italiens enregistrée fin 2011,
- une hausse du coût des options et garanties financières dans un contexte de volatilité élevée des marchés.

- Espagne

- M€ -	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2010	175	109	66	63	238
Ajustements initiaux	-14	-14	0	1	-12
MCEV® 2010 ajustée	162	96	66	64	225
Contribution de la nouvelle production	1	-13	14	19	20
Contribution du stock de contrats	3	3	0	10	13
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	14	-1	15	-14	0
Ecart constaté lié à l'activité opérationnelle	5	30	-26	-4	1
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelles	0	0	0	-8	-8
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	23	20	3	4	27
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-13	-14	2	-6	-19
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	1	1	0	0	1
Total MCEV® earnings	11	6	5	-2	9
Ajustements finaux	0	1	-1	0	0
MCEV® 2011	173	103	70	62	235

Le dividende payé par BVP au titre de l'exercice 2010 s'élève à 14 M€. L'abandon de l'utilisation des gains de productivité et l'utilisation des courbes des emprunts d'Etat Italien, Espagnol, et Portugais ont conduit à un ajustement de 1M€. La MCEV® ajustée s'établit donc à 225 M€ après ajustements initiaux.

Les affaires nouvelles contribuent pour 20 M€ à la MCEV®, selon la décomposition suivante :

- une augmentation de l'ANR pour un montant de 1 M€
- une croissance de la VIF de 19 M€.

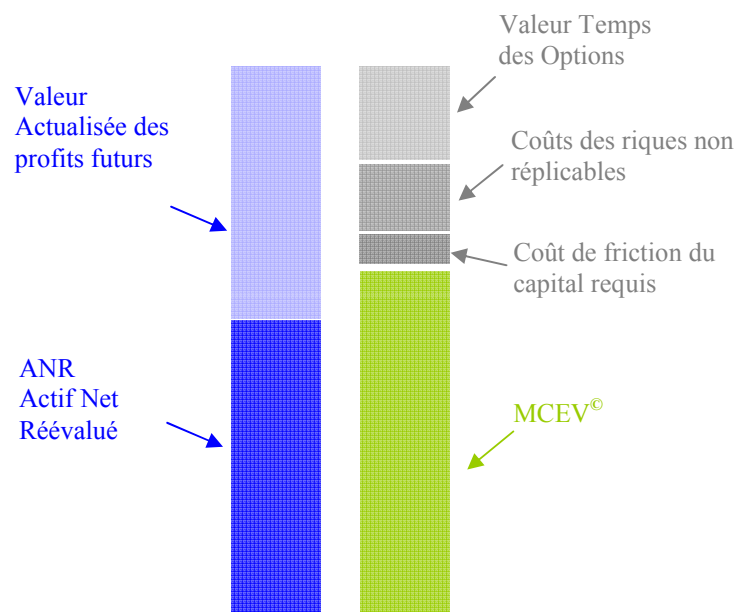
Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent essentiellement de produits exceptionnels liés au relâchement de provisions générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et à une hausse des rachats sur 2011 non captée par les modèles.

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

La conjoncture économique impacte négativement la valeur de 19 M€, suite notamment à la hausse des spreads de crédit. La décomposition est la suivante :

- une diminution de l'ANR pour un montant de 13 M€
- une baisse de la VIF de 6 M€.

4. Méthodologie



L'Embedded Value représente la valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation. Cette valeur exclut toute prise en compte de New Business futur. La méthodologie retenue par le groupe CNP Assurances repose sur les normes de calcul MCEV⁶ édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » au mois d'octobre 2009. Ce chapitre détaille les principes appliqués par le groupe CNP Assurances.

4.1 Périmètre Couvert

Le périmètre couvert concerne l'ensemble des filiales de CNP Assurances contribuant significativement à la valeur, en France et à l'international. Ce périmètre représente 99,2% de provisions techniques au 31/12/2011.

Zone Géographique	Entités	Quote-part détenue
France	CNP Assurances	Entité consolidante
	CNP IAM	100%
	Préviposte	100%
	ITV	100%
	CNP International	100%
	MFPrévoyance ⁷	64,72%
	La Banque Postale Prévoyance	50%
Italie	CNP Unicredit Vita	57,5%
	Succursale Italienne de CNP Assurances	100%
Brésil	Caixa Seguros	51,75%
Espagne	CNP Vida	94%
	EstalVida	75,35%
	Barclays Vida y Pensiones ⁸	50%
Chypre	Marfin Insurance Holding	50,1%

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

⁶ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008.

⁷ La valorisation au 31/12/2011 comprend le nouveau partenariat avec MF Prévoyance dont CNP Assurances détient 64,72% du capital.

⁸ Y compris activités au Portugal et en Italie.

Activités du groupe :

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

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

Tous les calculs sont réalisés nets de réassurance et de coassurance externe.

4.2 Actif Net Réévalué

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

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

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

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

4.2.1 Capital Requis

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

Le Capital Requis reflète le niveau de capital que se fixe la société pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques. Le niveau de capital retenu par le groupe CNP Assurances pour son pilotage correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I) net de toute autre source de financement tels les titres subordonnés. Ceux-ci permettent de couvrir 41,4% du besoin de marge au 31/12/2011.

4.2.2 Free Surplus

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

4.3 Valeur d'In-Force

4.3.1 PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs

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

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

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

Selon la méthodologie MCEV[®], aucune prime de risque n'est incluse dans les rendements et les taux d'actualisation utilisés. La courbe de taux d'intérêt de référence est basée sur la courbe des taux SWAP augmentée d'une prime de liquidité à l'exception de CNP Unicredit Vita, de CNP Italia, de CNP Vida et Barclays Vida y Pensiones, pour lesquelles la courbe des taux d'emprunts d'Etat correspondant est utilisée.

4.3.2 Coût de friction du capital requis

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

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

4.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties

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

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

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

La valeur temps des options et garanties financières (TVOG) est générée par l'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions des marchés financiers. De manière schématique, une perte financière est supportée en totalité par les actionnaires alors que les profits financiers sont partagés selon les clauses réglementaires et contractuelles de participation aux bénéfices. La mise en œuvre de calculs stochastiques permet, sur base de simulations multiples, de balayer le champ des possibles en termes d'évolution des marchés financiers et donc de capter le coût lié aux déviations adverses des marchés.

Méthodologie de valorisation Risque-Neutre

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

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

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

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

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

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

4.3.4 Coût des risques résiduels non répliquables

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

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

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

- Risques non modélisés dans la TVOG et PFVP

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

- risque de défaut,
- risque de concentration,
- risque opérationnel,
- risque catastrophe.

- Risques Asymétriques

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

- Incertitude

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

4.4 Valeur du New Business

4.4.1 Définition des affaires nouvelles

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil des affaires souscrites durant l'année 2011 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2011.

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

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

- Risque individuel :

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

- Retraite Collective :

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

- Risque Collectif :

Les primes futures sur contrats existants n'étant pas valorisées dans le stock de contrats, les volumes de chiffres d'affaires portés en nouvelle production pour les produits de prévoyance collective correspondent au volume de chiffre d'affaires enregistré en 2011.

- Couverture de prêt :

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

4.4.2 Méthodologie

L'approche retenue pour la valorisation des affaires nouvelles est identique à celle de la valeur d'In-Force. Cette valeur de New Business est définie comme la valeur actuelle des résultats projetés des polices souscrites dans l'année après déduction du coût de friction du capital requis, de la valeur temps des options et garanties financières et du coût des risques résiduels non répliquables.

La valeur de New Business s'appuie sur une projection des cash-flows à compter de la date de souscription. Les hypothèses économiques sont basées sur les conditions de marché observées au 31/12/2011.

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

4.4.3 APE Annual Premium Equivalent

L'APE est un indicateur de volume de production, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres souscrits dans l'année auquel s'ajoute le montant des primes périodiques annualisées souscrites dans l'année. Contrairement aux chiffres d'affaires IFRS, l'APE généré par les affaires nouvelles est défini sur la base de la collecte nette en part du groupe, net de coassurance et de réassurance. Par ailleurs, le taux de change correspond au taux constaté au 31/12/2011 et non au taux moyen retenu pour la définition du chiffre d'affaires IFRS.

4.5 Sensibilités

Les sensibilités présentées ci-dessous correspondent aux sensibilités requises par les normes du CFO Forum et intègrent une sensibilité de la VIF à une prime contra-cyclique prenant en compte l'évolution des spreads gouvernementaux de la zone euro.

- Courbe des taux +/- 100 pb :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux SWAP de 100 pb à la hausse ou à la baisse. Ceci induit notamment :

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

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

- Actions -10% :

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

- Rachats - 10% :

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

- Coûts -10% :

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

- Sinistralité -5% :

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

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

Cette sensibilité permet d'évaluer l'impact sur la valeur temps des options et garanties financières de l'augmentation de 25% de la volatilité des taux et de la volatilité des actions et de l'immobilier.

- Capital Requis :

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

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

Cette sensibilité correspond à une augmentation de la prime de liquidité de marché de 10 bp. Ceci induit un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs et une mise à jour des taux d'actualisation. Cette sensibilité ne s'applique pas aux entités valorisées sur la base des taux des emprunts d'Etat.

- Courbe des taux avec prime contra-cyclique intégrant les spreads gouvernementaux zone Euro au 31.12.2011

Cette sensibilité correspond à une augmentation de la courbe des taux de référence de 192 bp. Ceci induit un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs et une mise à jour des taux d'actualisation.

Suite aux propositions récentes de l'EIOPA d'intégrer une prime contra-cyclique dans l'évaluation des passifs prudentiels Solvabilité II, le CFO Forum a indiqué travailler à la prise en compte de cette prime dans les principes MCEV[®]. Dans le cadre de ces orientations, CNP Assurances publie une sensibilité de la VIF MCEV[®] et de la VNB à cette prime contra-cyclique qui correspond à la différence entre l'indice « ECB AAA and other government curve » et la courbe des taux swap retraitée de 10bp, pour une maturité de 10 ans.

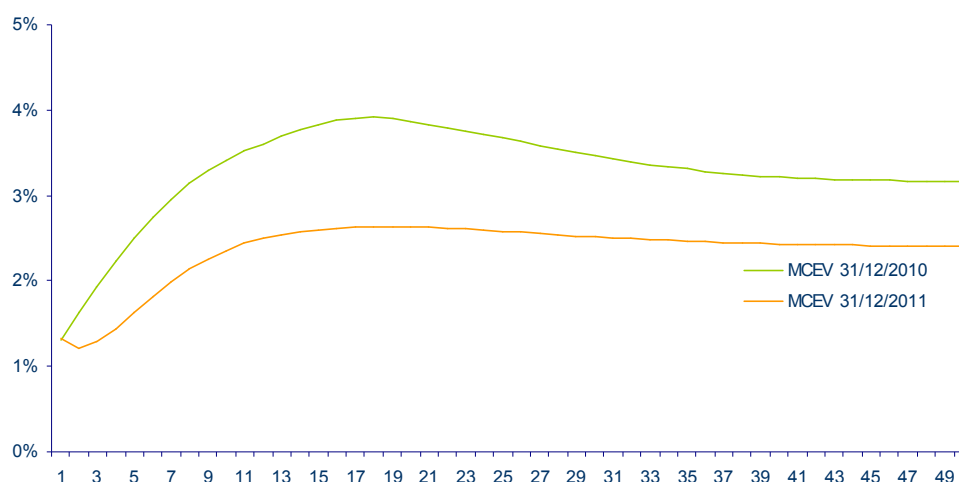
5. Hypothèses

5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2011.

5.1.1 Courbe de référence

Les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux sont issues de la courbe des taux SWAP découponnée et lissée fournie par Barrie & Hibbert au 31/12/2011. Cette courbe est diminuée du 10bp au titre du risque de crédit.



Conformément au Principe n°14 des principes MCEV®, CNP Assurances intègre une prime de liquidité à la courbe des taux de référence. La prime de liquidité de marché correspond au Maximum $[0 ; 50\% * (\text{Spread des obligations corporate} - 40 \text{ bp})] + 10 \text{ bp}$, le spread des obligations corporate étant déterminé comme la marge par rapport au taux swap de l'indice obligataire iBoxx € Corporates. Elle s'élève à 108bp au-delà du taux SWAP. Seule une fraction de cette prime est affectée aux différentes familles de contrats selon le degré d'illiquidité des passifs sous-jacents. Le tableau ci-dessous synthétise la prime de liquidité qui a été retenue par famille, en référence à la courbe des taux SWAP :

Famille	2010	2011
Epargne UC	-	49 bp
Risque individuel	27 bp	49 bp
Assurance Emprunteur	27 bp	79 bp
Risque Collectif	27 bp	79 bp
Epargne Euro	41 bp	79 bp
Retraite individuelle	41 bp	79 bp
Retraite collective	41 bp	79 bp

5.1.2 Calibrage du modèle de taux

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

Swaption de maturité 20 ans	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2010	24,0%	22,0%	18,2%	17,5%	21,7%
MCEV [®] 31/12/2011	38,5%	35,3%	30,3%	28,7%	29,2%

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

5.1.3 Calibrage du modèle actions

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

Maturité	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2010	24,1%	24,6%	25,8%	27,4%	27,4%
MCEV [®] 31/12/2011	29,3%	28,0%	27,5%	27,9%	27,9%

Les paramètres de volatilité ont été calibrés à partir des volatilités implicites ATM forward sur l'indice Eurostoxx au 31/12/2011.

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

La volatilité de l'immobilier est fixée à 15%.

5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Post 2017
MCEV [®] 10	Taux d'actualisation	13,1%	12,8%	12,0%	12,3%	11,9%	11,6%	11,3%
	Rendement des actifs	11,0%	10,4%	10,0%	9,7%	9,0%	8,5%	8,0%
	Inflation	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
MCEV [®] 11	Taux d'actualisation	12,5%	12,9%	12,6%	12,5%	11,9%	11,6%	11,3%
	Rendement des actifs	10,0%	10,7%	10,2%	10,0%	9,0%	8,5%	8,0%
	Inflation	5,5%	5,1%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Le taux de change euro/réal passe de 2,2209 au 31/12/2010 à 2,4159 au 31/12/2011.

5.1.5 Hypothèses financières pour l'Italie, le Portugal et l'Espagne

Les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux au 31/12/2011 pour la zone géographique Italie, Portugal et Espagne correspondent aux taux d'emprunts d'Etat au 31/12/2011. Aucune prime de liquidité n'a été ajoutée à ces courbes de référence.

Courbe de référence	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2011 - Italie	4,64%	5,08%	6,11%	6,87%	7,08%
MCEV [®] 31/12/2011 - Portugal	15,22%	15,90%	16,55%	14,19%	9,26%
MCEV [®] 31/12/2011 - Espagne	3,21%	3,47%	4,26%	5,49%	6,30%

5.2 Taux d'imposition

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

	France	Italie	Espagne	Portugal	Brésil
MCEV [®] 31/12/2010	34,43%	32,32%	30%	29%	40% ⁹
MCEV [®] 31/12/2011	36,10% ¹⁰	34,32%	30%	29%	40% ⁹

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

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

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

En moyenne, le taux appliqué au capital est de 2,7% au 31/12/2010 et de 2,8% au 31/12/2011.

5.4 Hypothèses non économiques

5.4.1 Evaluation des frais généraux

Le groupe CNP Assurances produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau. L'assiette de frais issue de cette analyse a été retraitée d'un montant de 17 M€ de frais exceptionnels, constaté dans les comptes du 31/12/2011.

Par ailleurs, un taux d'inflation annuelle de 2% est appliqué aux coûts unitaires pour les entités européennes.

5.4.2 Hypothèse de sinistralité et de persistance

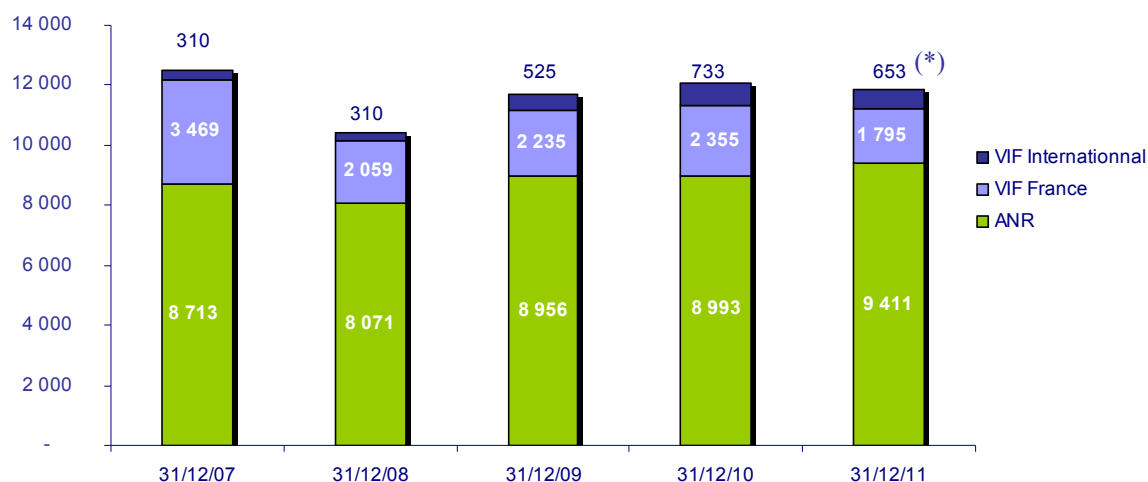
Les hypothèses non économiques, mortalité d'expérience, lois de rachat et hypothèses de sinistralité, sont déterminées par chaque entité sur la base de leur meilleure estimation à la date d'évaluation. Elles dérivent de l'analyse de l'expérience actuelle et passée constatée sur chacun des portefeuilles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

⁹ A l'exception de Caixa Consorcio dont le taux d'imposition a été maintenu à 34%.

¹⁰ Majoration exceptionnelle qui porte sur l'impôt payé en 2012 et 2013.

6. Evolution de la MCEV® depuis le 31/12/2007

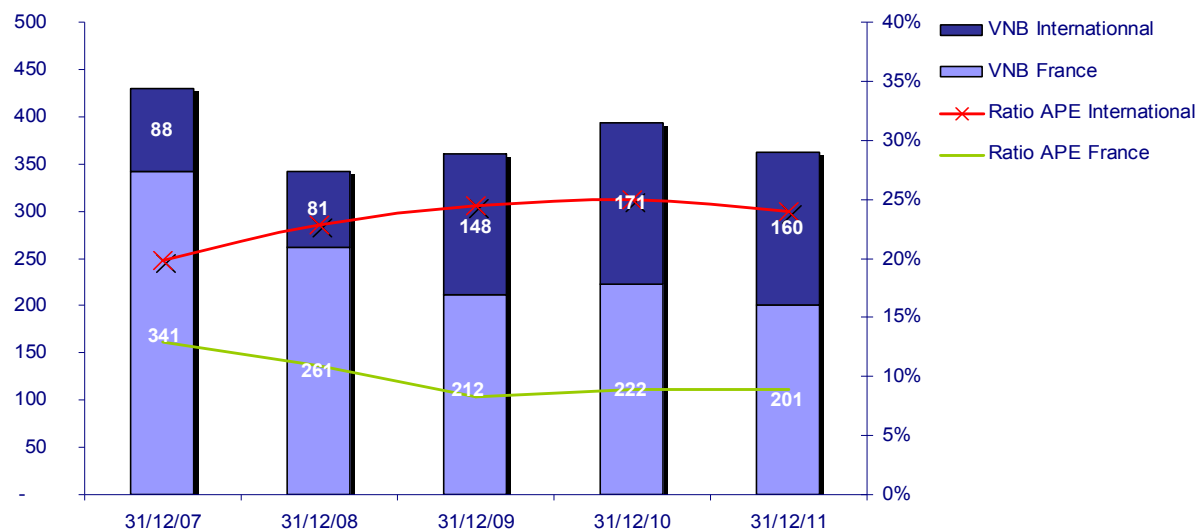
6.1 Historique MCEV®



(*) A change constant la VIF international s'élèverait à 701M€ portant la MCEV® groupe à 11 907M€.

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

6.2 Historique VNB



(*) A change constant la VNB international s'élèverait à 171M€ portant la VNB groupe à 372M€.

7. Opinion Milliman

Milliman, cabinet d'actuares indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du groupe CNP Assurances au 31 décembre 2011. Les travaux réalisés ont couvert la revue de la méthodologie, des hypothèses retenues et des calculs effectués par les équipes du groupe CNP Assurances sous la responsabilité du management. Ces calculs ont porté sur l'Embedded Value au 31 décembre 2011, la valeur de la nouvelle production 2011, l'analyse des écarts entre l'Embedded Value au 31 décembre 2010 et celle au 31 décembre 2011 ainsi que sur les calculs de sensibilités.

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

Le groupe CNP Assurances a retenu une prime de liquidité de 79 bp par rapport au taux SWAP sur les portefeuilles d'Epargne Individuelle en euros, de Retraite Individuelle, de Retraite Collective, de Risque Collectif et d'Assurance Emprunteur tandis qu'une prime de liquidité de 49 bp par rapport au taux SWAP a été retenue pour la valorisation des portefeuilles de Risque Individuel et d'Epargne Individuelle en unités de compte. Les activités de CNP Unicredit Vita (filiale italienne de CNP Assurances), de CNP Vida (filiale espagnole de CNP Assurances), de CNP Italia (succursale italienne de CNP Assurances) et de Barclays Vida y Pensiones (filiale de CNP Assurances ayant des activités en Espagne, au Portugal et en Italie) ont quant à elles été valorisées à l'aide de la courbe des taux des emprunts d'Etat associée à chaque pays. Il convient également de noter que les calculs effectués sur Caixa Seguros ont été réalisés selon une approche d'Embedded Value Traditionnelle pour laquelle les risques sont pris en compte au travers de l'utilisation de primes de risque.

Par ailleurs, les informations communiquées dans le document "CNP Assurances - Rapport Embedded Value 31/12/2011" sont conformes aux principes CFO Forum de l'European Embedded Value actuellement en vigueur.

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

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