

# RAPPORT EMBEDDED VALUE AU 31 DECEMBRE 2013



---

L'assureur de toute une vie

## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>Introduction .....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Résultats .....</b>	<b>4</b>
2.1	<i>MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2013 .....</i>	<i>4</i>
2.2	<i>VAN au 31 décembre 2013 .....</i>	<i>5</i>
2.3	<i>Sensibilités .....</i>	<i>7</i>
2.4	<i>Analyse des écarts Groupe .....</i>	<i>8</i>
2.5	<i>Operating Free Cash Flow .....</i>	<i>9</i>
2.6	<i>IDR Implied Discount Rate .....</i>	<i>10</i>
<b>3.</b>	<b>Résultats détaillés par zone géographique .....</b>	<b>11</b>
3.1	<i>VIF .....</i>	<i>11</i>
3.2	<i>VAN .....</i>	<i>11</i>
3.2.1	<i>Volume APE .....</i>	<i>11</i>
3.2.2	<i>VAN .....</i>	<i>12</i>
3.3	<i>Sensibilités .....</i>	<i>14</i>
3.3.1	<i>Sensibilités VIF .....</i>	<i>14</i>
3.3.2	<i>Sensibilités VAN .....</i>	<i>14</i>
3.4	<i>Analyse des écarts par zone géographique .....</i>	<i>15</i>
<b>4.</b>	<b>Méthodologie .....</b>	<b>18</b>
4.1	<i>Périmètre couvert .....</i>	<i>19</i>
4.2	<i>Actif Net Réévalué .....</i>	<i>20</i>
4.2.1	<i>Capital Requis .....</i>	<i>20</i>
4.2.2	<i>Free Surplus .....</i>	<i>20</i>
4.3	<i>Valeur d'In-Force .....</i>	<i>21</i>
4.3.1	<i>Valeur Actualisée des Profits Futurs .....</i>	<i>21</i>
4.3.2	<i>Coût de friction du capital requis .....</i>	<i>21</i>
4.3.3	<i>Valeur Temps des Options et Garanties .....</i>	<i>21</i>
4.3.4	<i>Coût des risques résiduels non répliquables .....</i>	<i>22</i>
4.4	<i>Valeur des affaires nouvelles .....</i>	<i>23</i>
4.4.1	<i>Définition des affaires nouvelles .....</i>	<i>23</i>
4.4.2	<i>Méthodologie .....</i>	<i>24</i>
4.4.3	<i>APE Annual Premium Equivalent .....</i>	<i>24</i>
4.5	<i>Sensibilités .....</i>	<i>24</i>
<b>5.</b>	<b>Hypothèses .....</b>	<b>26</b>
5.1	<i>Hypothèses financières .....</i>	<i>26</i>
5.1.1	<i>Courbe de référence .....</i>	<i>26</i>
5.1.2	<i>Calibrage du modèle de taux .....</i>	<i>27</i>
5.1.3	<i>Calibrage du modèle actions .....</i>	<i>27</i>
5.1.4	<i>Hypothèses financières du Brésil .....</i>	<i>27</i>
5.2	<i>Taux d'imposition .....</i>	<i>28</i>
5.3	<i>Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables .....</i>	<i>28</i>
5.4	<i>Hypothèses non économiques .....</i>	<i>28</i>
5.4.1	<i>Évaluation des frais généraux .....</i>	<i>28</i>
5.4.2	<i>Hypothèses de sinistralité et de persistance .....</i>	<i>28</i>
<b>6.</b>	<b>Evolution de la MCEV<sup>®</sup> depuis le 31/12/2008 .....</b>	<b>29</b>
6.1	<i>Historique MCEV<sup>®</sup> (en M€) .....</i>	<i>29</i>
6.2	<i>Historique VAN (en M€ et ratio APE en %) .....</i>	<i>29</i>
<b>7.</b>	<b>Opinion Milliman .....</b>	<b>30</b>

## *1. Introduction*

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

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

Les valeurs publiées reposent sur une méthodologie dite « Market Consistent ». Les calculs réalisés par le groupe CNP Assurances sont conformes aux normes MCEV<sup>①</sup> 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.

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<sup>①</sup> 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.

---

<sup>1</sup> Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

## 2. Résultats

### 2.1 MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2013

Normes MCEV <sup>®</sup>	MCEV 2013 avant distribution de dividendes 2013		MCEV 2012 après effet dilutif et distribution de dividendes 2012		Variation avant distribution de dividendes 2013		MCEV 2012 avant distribution de dividendes 2012	
	€ / Action <sup>2</sup>		€ / Action <sup>2</sup>				€ / Action <sup>2</sup>	
	M€		M€		M€	%	M€	
<b>ANR - Actif Net Réévalué</b>	<b>11 422</b>	<b>16,6</b>	<b>10 615</b>	<b>15,5</b>	<b>807</b>	<b>8%</b>	<b>10 671</b>	<b>16,6</b>
Capital Requis	8 665	12,6	8 288	12,1	377	5%	8 288	12,9
Free Surplus	2 757	4,0	2 327	3,4	430	18%	2 383	3,7
<b>VIF - Valeur d'In Force</b>	<b>4 553</b>	<b>6,6</b>	<b>3 184</b>	<b>4,6</b>	<b>1 369</b>	<b>43%</b>	<b>3 184</b>	<b>5,0</b>
Valeur Actuelle des Profits Futurs	7 003	10,2	6 134	8,9	869	14%	6 134	9,6
Valeur Temps des Options & Garanties	-728	-1,1	-1 275	-1,9	547	-43%	-1 275	-2,0
Coût de Friction du Capital Requis	-1 110	-1,6	-1 075	-1,6	-35	3%	-1 075	-1,7
Coûts des Risques Non Réplicables	-612	-0,9	-601	-0,9	-12	2%	-601	-0,9
<b>MCEV<sup>®</sup> -Market Consistent Embedded Value</b>	<b>15 975</b>	<b>23,3</b>	<b>13 799</b>	<b>20,1</b>	<b>2 176</b>	<b>16%</b>	<b>13 855</b>	<b>21,6</b>

<sup>2</sup> Nombre d'actions au 31/12/2013 : 686 618 477 (nombre moyen d'actions en 2012 : 641 508 774).

La valeur de la MCEV<sup>®</sup> 2013 de CNP Assurances s'établit à 15 975 M€ en hausse de 16 % par rapport à la valeur 2012 après dividendes. Cette évolution s'appuie sur une augmentation de la VIF à hauteur de 43 % et sur une hausse de l'ANR de 8 % portée par le résultat dégagé au titre de l'année 2013.

L'évolution favorable des marchés financiers (baisse des volatilités taux et actions, hausse des marchés actions) se traduit par une hausse des profits attendus couplée à une diminution du coût de l'option de rachat et des taux garantis. Ces effets intègrent par ailleurs une mise à jour des hypothèses de sinistralité en conformité avec l'expérience et les caractéristiques des clients.

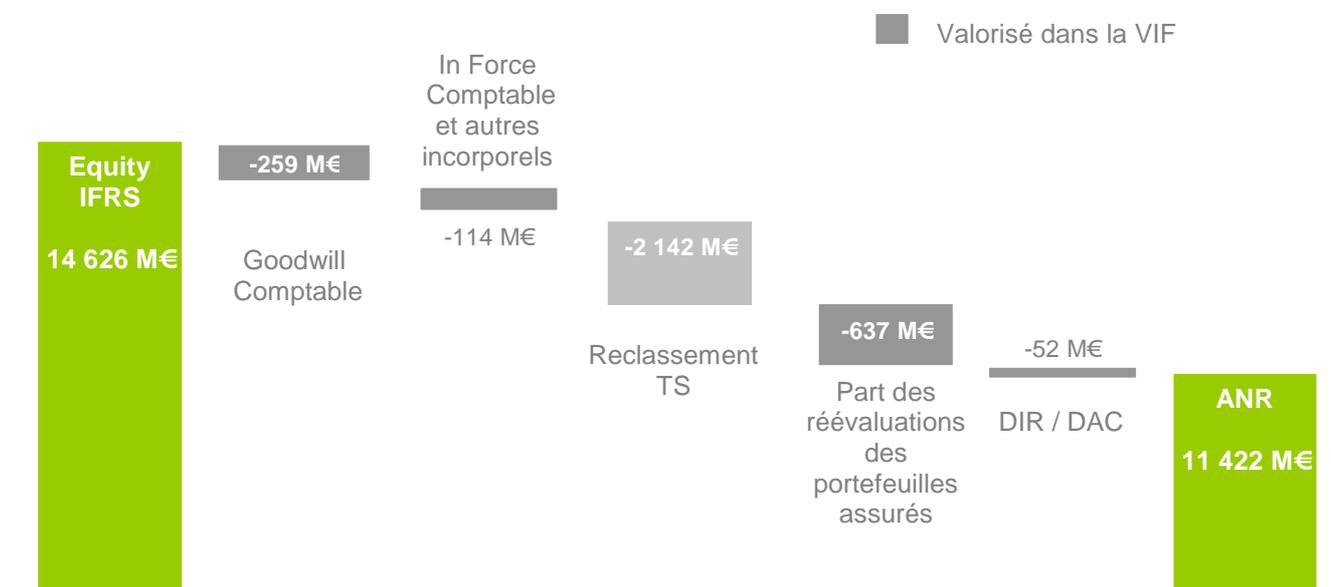
Une analyse détaillée des principaux facteurs explicatifs des changements observés est présentée dans les sections suivantes. Le chapitre 3 présente en particulier la décomposition des valeurs d'In Force par zone géographique.

- **Actif Net Réévalué**

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

- l'élimination des actifs incorporels notamment les 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.

Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS versus l'Actif Net Réévalué au 31 décembre 2013 :



## 2.2 VAN au 31 décembre 2013

Normes MCEV©	2013		2012		Variation	
	M€	€ / Action	M€	€ / Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	605	0,9	491	0,8	115	23%
Valeur Temps des Options & Garanties	-98	-0,1	-87	-0,1	-11	13%
Coût de Friction du Capital Requis	-68	-0,1	-54	-0,1	-15	27%
Coûts des Risques Non Réplicables	-63	-0,1	-53	-0,1	-10	19%
<b>Valeur Affaires Nouvelles</b>	<b>376</b>	<b>0,5</b>	<b>297</b>	<b>0,5</b>	<b>78</b>	<b>26%</b>
APE <sup>3</sup>	2 659		2 573		87	3%
VAP <sup>4</sup>	23 336		22 804		531	2%
Ratio APE	14,1%		11,6%		2,6%	22%
Ratio VAP	1,6%		1,3%		0,3%	23%

<sup>3</sup> 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.

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

La valeur des affaires nouvelles 2013 s'établit à 376 M€ en hausse de 26 %. L'amélioration du mix produits, les révisions tarifaires des produits de prévoyance collective en France et le contexte favorable des marchés financiers européens sont les principaux facteurs explicatifs de la croissance de la valeur des affaires nouvelles sur la période.

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

Le ratio APE du Groupe augmente à 14,1 %. L'Amérique latine et l'Europe hors France représentent respectivement 14,6 % et 10,2 % du volume APE en 2013 (14,9 % et 6,9 % en 2012).

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

Normes MCEV© - M€	VAN	Variation	Ratio APE
<b>Valeur Affaires Nouvelles 2012</b>	<b>297</b>		<b>11,6%</b>
Mise à jour du modèle	282	-15	10,9%
Mise à jour du volume APE	317	35	11,6%
Mise à jour du Mix Produit	334	17	12,2%
Mise à jour de l'expérience	365	31	13,3%
Mise à jour des marchés financiers	404	39	14,8%
Mise à jour du taux d'impôt	403	-1	14,7%
Mise à jour du taux de change	376	-27	14,1%
<b>Valeur Affaires Nouvelles 2013</b>	<b>376</b>	<b>78</b>	<b>14,1%</b>

La mise à jour des hypothèses de sinistralité en conformité avec les caractéristiques des clients et la revue de l'allocation des frais par destination diminuent la VAN de 15 M€.

La mise à jour du volume APE par entité impacte positivement la valeur des affaires nouvelles pour 35 M€.

L'amélioration du mix produit accroît la valeur des affaires nouvelles à hauteur de 17 M€ avec un renforcement de la part des produits en unités de compte en France.

La mise à jour des données d'expérience se traduit par une croissance de valeur de 31 M€, principalement due à l'augmentation de la prime moyenne en épargne et à la révision des tarifs des produits de prévoyance collective en France.

L'amélioration des marchés financiers (baisse des volatilités taux et actions, hausse des taux d'intérêt) entraîne une hausse de 39 M€ de la valeur des affaires nouvelles améliorant le ratio APE de 1,4 points.

La mise à jour de la fiscalité et la dégradation du taux de change brésilien conduisent à une baisse de valeur cumulée de 28 M€.

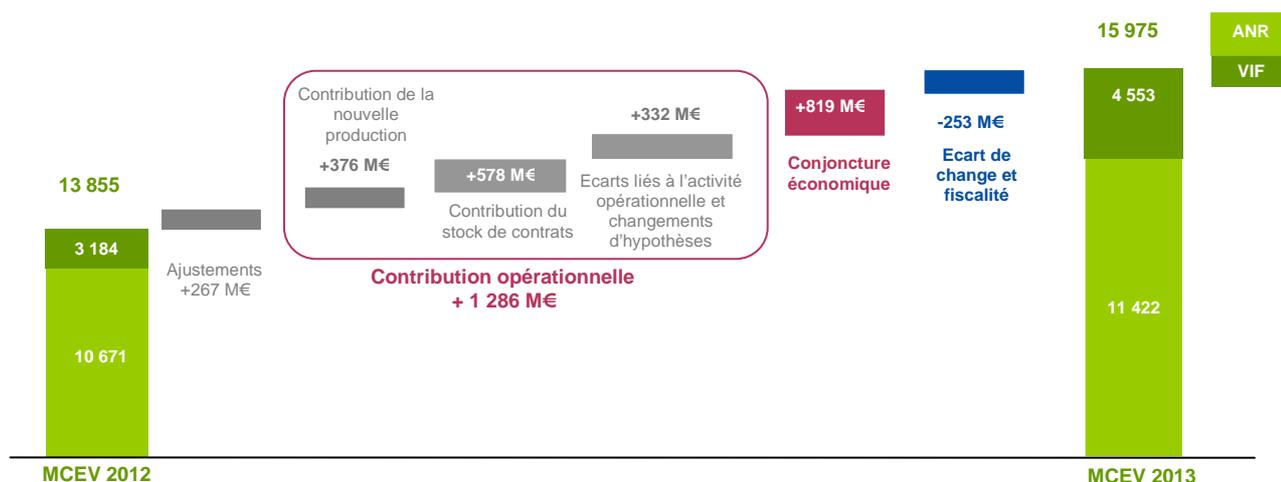
## 2.3 Sensibilités

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

	ANR	VIF	MCEV	VAN
Normes MCEV©	M€	M€	M€	M€
<b>MCEV - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>11 422</b>	<b>4 553</b>	<b>15 975</b>	<b>376</b>
Courbe des taux + 100bp	-344	-72	-416	31
Courbe des taux - 100bp	346	-358	-13	-130
Prime de liquidité + 10bp		41	41	2
Actions -10%	-317	-284	-601	
Rachats -10%		198	198	32
Coûts -10%		469	469	35
Capital Requis		97	97	5
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-117	-117	-5
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		164	164	56
Volatilité taux +25%		-385	-385	-40
Volatilité actions +25%		-119	-119	-15

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

## 2.4 Analyse des écarts Groupe



Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la valeur de portefeuille (Value In Force) et l'ANR, ce dernier étant lui-même décomposé entre le Capital Requis et le Free Surplus. Ces deux dernières notions sont issues des normes de publication de la MCEV<sup>®</sup> 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 38 % par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
<b>MCEV 2012</b>	<b>10 671</b>	<b>2 383</b>	<b>8 288</b>	<b>3 184</b>	<b>13 855</b>
Ajustements initiaux	-54	-54	0	321	267
<b>MCEV 2012 ajustée</b>	<b>10 617</b>	<b>2 329</b>	<b>8 288</b>	<b>3 505</b>	<b>14 122</b>
Contribution de la nouvelle production	-22	-838	816	398	376
Contribution du stock de contrats	66	66	0	512	578
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	787	1 503	-715	-787	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	177	-125	302	132	309
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	23	23
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>1 008</b>	<b>606</b>	<b>402</b>	<b>278</b>	<b>1 286</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-39	-40	1	857	818
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	1	1
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>969</b>	<b>565</b>	<b>403</b>	<b>1 137</b>	<b>2 106</b>
Ajustements finaux	-163	-137	-26	-90	-253
<b>MCEV 2013</b>	<b>11 422</b>	<b>2 757</b>	<b>8 665</b>	<b>4 553</b>	<b>15 975</b>

La MCEV<sup>®</sup> augmente de 2 120 M€ entre 2012 et 2013.

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (-54 M€) principalement du fait du paiement du dividende 2012. L'ajustement positif sur la VIF (+321 M€) s'explique principalement par l'amélioration des hypothèses de projection

des sinistres des contrats d'épargne en France (+540 M€) et par la revue de l'allocation des frais par destination (-280 M€).

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +376 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2013 par les affaires nouvelles pour -22 M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 816 M€.

La contribution du stock de contrats (+578 M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+512 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+66 M€). Par ailleurs, le résultat 2013 rattaché à la VIF du 31/12/2012 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV<sup>®</sup>.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de 132 M€ principalement sous l'effet de mouvements de provisions dont la charge est comptabilisée dans l'ANR, qui bénéficie par ailleurs de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté. L'expérience récente a conduit le groupe CNP Assurances à revoir certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, comme les hypothèses de frais ou de sinistralité, générant un impact global de +23 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une augmentation de l'exigence en capital de 302 M€, notamment suite à la diminution de la part des titres subordonnés dans le financement du capital requis de 39,4 % à 38 %.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2013 par une hausse de 818 M€ de la MCEV. Le resserrement des spreads des titres souverains (atténué par la hausse des taux d'intérêt) combiné à la hausse du marché action se traduit par une hausse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs. Le surplus de richesses à distribuer associé à la baisse des volatilités conduit à une hausse des profits attendus couplée à une diminution du coût de l'option de rachat.

Le « poste ajustements finaux » conduisant à une valeur MCEV<sup>®</sup> de 15 975 M€ correspond principalement à l'impact de la baisse du taux de change brésilien (-239 M€).

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

## ***2.5 Operating Free Cash Flow***

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

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

- M€ -	Groupe 2012	Groupe 2013
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	883	787
Produits financiers du Free Surplus	46	66
Libération de capital requis vers le Free Surplus	611	715
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-38	-125
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>1 502</b>	<b>1 444</b>
Capital requis au titre de la nouvelle production	-800	-816
Résultat attribuable à la nouvelle production	-106	-22
<b>Capital requis au titre des affaires nouvelles</b>	<b>-906</b>	<b>-838</b>
<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>596</b>	<b>606</b>

L'Operating Free Cash Flow demeure robuste à 606 M€. Le coût associé à la baisse de la part des titres subordonnés dans le financement du capital et les mouvements de provisions ainsi que la baisse du rendement courant projeté, sont plus que compensés par la hausse du résultat attribué à la nouvelle production et la libération du capital requis sur le stock de contrats.

- M€ - 2013	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	787	566	161	61
Produits financiers du Free Surplus	66	28	24	14
Libération de capital requis vers le Free Surplus	715	653	34	29
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-125	-161	58	-22
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>1 444</b>	<b>1 086</b>	<b>277</b>	<b>81</b>
Capital requis au titre de la nouvelle production	-816	-720	-67	-30
Résultat attribuable à la nouvelle production	-22	5	-3	-24
<b>Capital requis au titre des affaires nouvelles</b>	<b>-838</b>	<b>-715</b>	<b>-69</b>	<b>-54</b>
<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>606</b>	<b>371</b>	<b>208</b>	<b>27</b>

## 2.6 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 5,7 % au niveau du groupe CNP Assurances au 31/12/2013 contre 6,3 % au 31/12/2012 après prise en compte des ajustements initiaux. Cette variation du taux IDR s'explique principalement par la baisse du coût des options, atténuée par l'accroissement de la durée, la hausse des taux d'intérêt, ainsi que la mise à jour des primes de risque actions et immobilier.

Au 31 décembre 2013, le taux IDR est calculé sur la base d'un spread de 20 bp sur la courbe des taux de référence et d'un spread de 20 bp sur les titres obligataires de type corporate. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bp et de 230 bp (200 bp et 150 bp au 31 décembre 2012).

### 3. Résultats détaillés par zone géographique

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

#### 3.1 VIF

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

Normes MCEV©		Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
		M€	M€	M€	M€
MCEV 2013	Valeur Actuelle des Profits Futurs	7 003	6 130	608	265
	Valeur Temps des Options & Garanties	-728	-722	0	-6
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 110	-1 068	-34	-8
	Coûts des Risques Non Réplicables	-612	-591	0	-21
	<b>Valeur In Force</b>	<b>4 553</b>	<b>3 749</b>	<b>573</b>	<b>230</b>
MCEV 2012	Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 134	5 342	647	146
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 275	-1 272	0	-3
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 075	-1 034	-35	-6
	Coûts des Risques Non Réplicables	-601	-580	0	-20
	<b>Valeur In Force</b>	<b>3 184</b>	<b>2 455</b>	<b>612</b>	<b>117</b>
Variation	<b>M€</b>	<b>1 369</b>	<b>1 294</b>	<b>-39</b>	<b>114</b>
	<b>%</b>	<b>43%</b>	<b>53%</b>	<b>-6%</b>	<b>97%</b>

La VIF du groupe CNP Assurances (4 553 M€), en hausse de 43 %, bénéficie de l'amélioration des marchés financiers en Europe, d'un meilleur mix produit en France et de la mise à jour des hypothèses de sinistralité en conformité avec l'expérience et les caractéristiques des clients. La dynamique de la VIF en Amérique Latine (hausse de 13 % à change constant) est plus que compensée par la baisse du taux de change brésilien de 17 % sur la période.

#### 3.2 VAN

##### 3.2.1 Volume APE

- M€ -	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
Chiffre d'affaires IFRS 2013	27 668	21 097	3 074	3 497
Chiffre d'affaires IFRS 2012	26 460	21 487	2 930	2 043
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	5%	-2%	5%	71%
<b>APE 2013</b>	<b>2 659</b>	<b>1 998</b>	<b>389</b>	<b>272</b>
APE 2012	2 573	2 010	384	178
Taux d'évolution de l'APE	3%	-1%	1%	53%
<b>VAP 2013</b>	<b>23 336</b>	<b>19 340</b>	<b>1 800</b>	<b>2 195</b>
VAP 2012	22 804	19 641	1 845	1 318
Taux d'évolution de la VAP	2%	-2%	-2%	67%

- **France**

Le volume APE en France (1 998 M€), en légère baisse de 1 % par rapport à 2012, est caractérisé par une décroissance du volume APE des contrats en euros (-6 %), une hausse de la collecte des contrats en unités de compte (+41 %) et des contrats de prévoyance individuelle (+12 %). La souscription de contrats emprunteurs continue de croître avec un volume APE en hausse de 9 %.

- **Amérique Latine**

L'APE de la filiale brésilienne Caixa Seguros (389 M€) est en hausse de 1 % (+22 % à change constant). Les activités de couverture de prêts (18 % de l'APE de la filiale) et de retraite individuelle (34 % de l'APE de la filiale) demeurent particulièrement dynamiques avec une croissance respective de 23 % et de 18 % sur l'année.

- **Europe hors France**

Le volume APE des filiales et succursales européennes (hors France) est en hausse de 53 % par rapport à 2012 pour s'établir à 272 M€, du fait de la reprise en Italie des souscriptions de produits d'épargne en euros (+68 % de volume APE) et en unités de compte (+31 % de volume APE). En Espagne et au Portugal, le volume APE baisse de 9 % dans un contexte du marché de l'assurance vie morose (faible dynamisme de l'activité d'épargne en euros et en unités de compte, diminution des couvertures de prêts).

### 3.2.2 VAN

Normes MCEV© - M€	Groupe		France		Amérique Latine		Europe hors France	
	VAN	APE	VAN	APE	VAN	APE	VAN	APE
<b>Valeur Affaires Nouvelles 2012</b>	<b>297</b>	<b>11,6%</b>	<b>147</b>	<b>7,3%</b>	<b>136</b>	<b>35,5%</b>	<b>14</b>	<b>7,6%</b>
Mise à jour du modèle	282	10,9%	136	6,7%	132	34,4%	14	7,5%
Mise à jour du volume APE	317	11,6%	135	6,7%	161	34,4%	21	7,9%
Mise à jour du Mix Produit	334	12,2%	158	7,9%	154	32,9%	22	8,3%
Mise à jour de l'expérience	365	13,3%	184	9,2%	158	33,7%	23	8,5%
Mise à jour des marchés financiers	404	14,8%	213	10,6%	160	34,0%	32	11,9%
Mise à jour du taux d'impôt	403	14,7%	211	10,6%	160	34,0%	32	11,8%
Mise à jour du taux de change	376	14,1%	211	10,6%	132	34,0%	32	11,8%
<b>Valeur Affaires Nouvelles 2013</b>	<b>376</b>	<b>14,1%</b>	<b>211</b>	<b>10,6%</b>	<b>132</b>	<b>34,0%</b>	<b>32</b>	<b>11,8%</b>
<b>Evolution</b>	<b>78</b>	<b>2,6%</b>	<b>64</b>	<b>3,2%</b>	<b>-4</b>	<b>-1,5%</b>	<b>18</b>	<b>4,1%</b>

- **France**

Avec un ratio APE de 10,6 %, la France voit son mix produit 2013 caractérisé par une hausse de la collecte sur les produits en unités de compte et l'emprunteur. Le contexte favorable des marchés financiers (baisse des volatilités taux et actions, hausse des taux d'intérêt), l'augmentation de la prime moyenne des contrats en épargne, et les actions de révision tarifaire en prévoyance collective contribuent à la hausse de 3,2 points du ratio APE.

- **Amérique Latine**

La valeur des affaires nouvelles de la filiale brésilienne diminue de 3 % du fait de la baisse du taux de change brésilien. A taux de change constant, la VAN croît de 17 %. Le ratio APE qui s'élève à 34 % diminue de 1,5 points du fait d'une diminution des marges sur les produits de couverture de prêts et de retraite individuelle.

- **Europe hors France**

La valeur des affaires nouvelles de la zone Europe hors France est en hausse de 136 % sur l'année 2013 pour un ratio APE de 11,8 %. La hausse du ratio APE de 4,1 points par rapport à 2012 s'explique par la reprise en Italie des souscriptions de produits d'épargne en euros (+68 % de volume APE) et en unités de compte (+31 % de volume APE).

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

Normes MCEV© - M€		Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France	
		M€	M€	M€	M€	
2013	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	605	424	144	37
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-98	-97	0	-1
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-68	-56	-11	-1
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-63	-60	0	-3
	<b>VAN</b>	<b>Valeur Affaires Nouvelles</b>	<b>376</b>	<b>211</b>	<b>132</b>	<b>32</b>
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 659	1 998	389	272
	VAP	Valeur actuelle des Primes	23 336	19 340	1 800	2 195
	<b>Ratio VAN / APE</b>	<b>14,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>34,0%</b>	<b>11,8%</b>	
	Ratio VAN / VAP	1,6%	1,1%	7,4%	1,5%	
2012	PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	491	325	147	19
	TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	-87	-85	0	-2
	FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	-54	-42	-11	-1
	CNHR	Coûts des Risques Non Réplicables	-53	-51	0	-2
	<b>VAN</b>	<b>Valeur Affaires Nouvelles</b>	<b>297</b>	<b>147</b>	<b>136</b>	<b>14</b>
	APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 573	2 010	384	178
	VAP	Valeur actuelle des Primes	22 804	19 641	1 845	1 318
	<b>Ratio VAN / APE</b>	<b>11,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>35,5%</b>	<b>7,6%</b>	
	Ratio VAN / VAP	1,3%	0,8%	7,4%	1,0%	

### 3.3 Sensibilités

#### 3.3.1 Sensibilités VIF

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
	M€	M€	M€	M€
<b>Valeur de l'In Force</b>	<b>4 553</b>	<b>3 749</b>	<b>573</b>	<b>230</b>
Courbe des taux + 100bp	-72	-63	0	-9
Courbe des taux - 100bp	-358	-356	-1	-2
Prime de liquidité + 10bp	41	37	0	4
Actions -10%	-284	-275	0	-9
Rachats -10%	198	164	24	10
Coûts -10%	469	452	6	10
Capital Requis	97	96	0	1
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-117	-114	0	-3
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	164	133	24	7
Volatilité taux +25%	-385	-379	0	-6
Volatilité actions +25%	-119	-117	0	-2

#### 3.3.2 Sensibilités VAN

Normes MCEV©	Groupe	France	Amérique Latine	Europe hors France
	M€	M€	M€	M€
<b>Valeur Affaires Nouvelles</b>	<b>376</b>	<b>211</b>	<b>132</b>	<b>32</b>
Courbe des taux + 100bp	31	25	1	5
Courbe des taux - 100bp	-130	-117	-1	-12
Prime de liquidité + 10bp	2	1	0	0
Rachats -10%	32	21	9	1
Coûts -10%	35	30	3	2
Capital Requis	5	5	0	0
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-5	-5	0	0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	56	46	9	1
Volatilité taux +25%	-40	-39	0	-1
Volatilité actions +25%	-15	-15	0	0

### 3.4 Analyse des écarts par zone géographique

- France

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
<b>MCEV 2012</b>	<b>9 251</b>	<b>1 339</b>	<b>7 912</b>	<b>2 455</b>	<b>11 706</b>
Ajustements initiaux	88	80	7	324	411
<b>MCEV 2012 ajustée</b>	<b>9 339</b>	<b>1 419</b>	<b>7 920</b>	<b>2 778</b>	<b>12 117</b>
Contribution de la nouvelle production	5	-715	720	207	211
Contribution du stock de contrats	28	28	0	397	425
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	566	1 219	-653	-566	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	117	-161	278	126	243
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	15	15
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>716</b>	<b>371</b>	<b>345</b>	<b>178</b>	<b>895</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	28	26	1	792	820
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>744</b>	<b>397</b>	<b>347</b>	<b>970</b>	<b>1 714</b>
Ajustements finaux	-14	-14	0	0	-14
<b>MCEV 2013</b>	<b>10 069</b>	<b>1 803</b>	<b>8 266</b>	<b>3 749</b>	<b>13 818</b>

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement du dividende 2012 et les remontées des dividendes des filiales au titre de l'exercice 2012. Les ajustements comprennent également l'amélioration des hypothèses de projection des sinistres des contrats d'épargne en cohérence avec les caractéristiques des clients (+540 M€) et la revue de l'allocation des frais par destination (-280 M€).

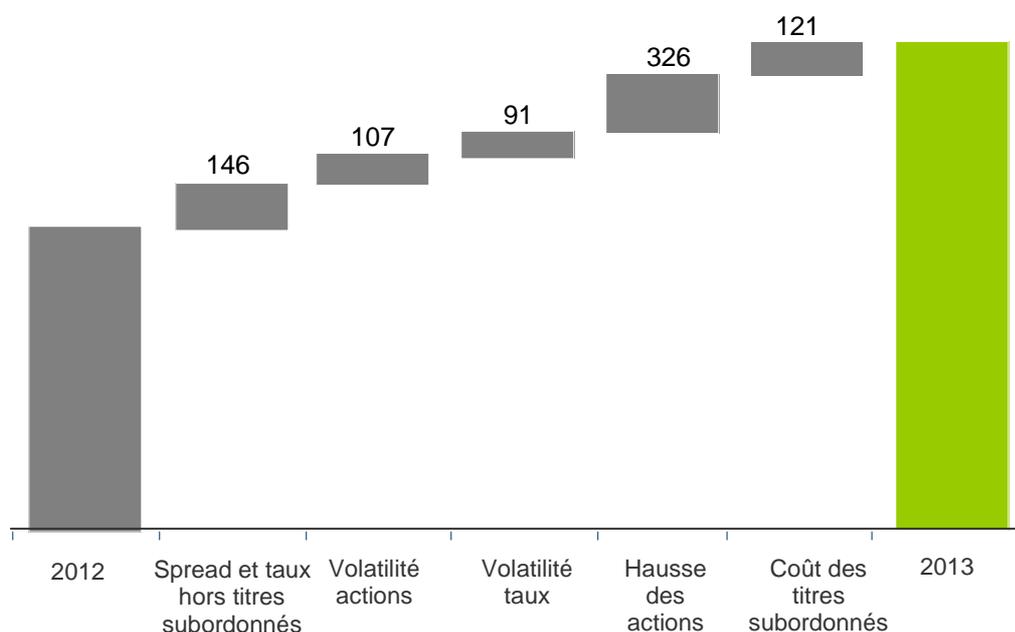
La valeur de la nouvelle production contribue en 2013 à hauteur de +211 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 720 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle augmentent la VIF de 126 M€ principalement sous l'effet de mouvements de provisions dont la charge est comptabilisée dans l'ANR, qui bénéficie par ailleurs de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté. L'expérience récente a conduit CNP Assurances à revoir certaines hypothèses liées à l'activité opérationnelle, générant un impact global de +15 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau du Capital Requis à 278 M€, notamment suite à la baisse relative de la part des titres subordonnés dans le financement du capital requis de 39,4 % à 38 %. Cette baisse se traduit également par une perte au niveau de la VIF.

La conjoncture économique a un effet positif sur la valeur de 820 M€ dans un contexte de resserrement des spreads (atténué par la hausse des taux d'intérêt), de hausse des valeurs actions et de baisse de volatilité. Les effets de la conjoncture économique se traduisent essentiellement par une hausse des richesses initiales associée à une baisse du risque de crédit déduit des rendements futurs. Le coût de l'option de rachat présente dans la gamme d'épargne en euro baisse dès lors sensiblement.

La décomposition des effets de la conjoncture économique sur la VIF met en exergue l'impact majeur de la hausse des valeurs actions, et de la baisse de la volatilité des taux et actions :



L'effet du change impacte l'ANR pour -14 M€.

- Amérique Latine

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
<b>MCEV 2012</b>	<b>808</b>	<b>629</b>	<b>179</b>	<b>612</b>	<b>1 420</b>
Ajustements initiaux	-120	-120	0	-9	-128
<b>MCEV 2012 ajustée</b>	<b>688</b>	<b>509</b>	<b>179</b>	<b>604</b>	<b>1 292</b>
Contribution de la nouvelle production	-3	-69	67	135	132
Contribution du stock de contrats	24	24	0	72	96
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	161	195	-34	-161	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	68	58	9	13	80
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>249</b>	<b>208</b>	<b>42</b>	<b>60</b>	<b>309</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-75	-75	0	0	-75
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>175</b>	<b>133</b>	<b>42</b>	<b>59</b>	<b>234</b>
Ajustements finaux	-149	-123	-26	-90	-239
<b>MCEV 2013</b>	<b>714</b>	<b>519</b>	<b>194</b>	<b>573</b>	<b>1 287</b>

La MCEV<sup>®</sup> 2012 de Caixa Seguros ajustée du dividende 2012, des améliorations de méthode et de modèle, s'établit à 1 292 M€. Les affaires nouvelles contribuent pour 132 M€ à change courant à la croissance de la MCEV<sup>®</sup> : les affaires nouvelles diminuent l'ANR de 3 M€ et augmentent la VIF de 135 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent :

- au niveau de la VIF (13 M€) de mouvements de provisions ;
- au niveau de l'ANR (68 M€), d'une sinistralité plus faible qu'anticipé notamment sur les portefeuilles emprunteur et prévoyance.

La hausse des taux d'intérêts conduit à des moins-values latentes obligataires réduisant l'ANR de Caixa Seguros de 75 M€.

La baisse du taux de change brésilien réduit la MCEV<sup>®</sup> de 239 M€.

- **Europe hors France**

Normes MCEV <sup>®</sup> - M€	ANR	Free surplus	Capital requis	VIF	MCEV
<b>MCEV 2012</b>	<b>612</b>	<b>415</b>	<b>197</b>	<b>117</b>	<b>728</b>
Ajustements initiaux	-22	-14	-7	6	-15
<b>MCEV 2012 ajustée</b>	<b>590</b>	<b>401</b>	<b>189</b>	<b>123</b>	<b>713</b>
Contribution de la nouvelle production	-24	-54	30	56	32
Contribution du stock de contrats	14	14	0	43	57
Transferts de la VIF et du capital requis vers le free surplus	61	89	-29	-61	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-8	-22	14	-7	-15
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	8	8
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>83</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	8	8	0	66	73
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	1	1
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>15</b>	<b>107</b>	<b>157</b>
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
<b>MCEV 2013</b>	<b>640</b>	<b>435</b>	<b>204</b>	<b>230</b>	<b>870</b>

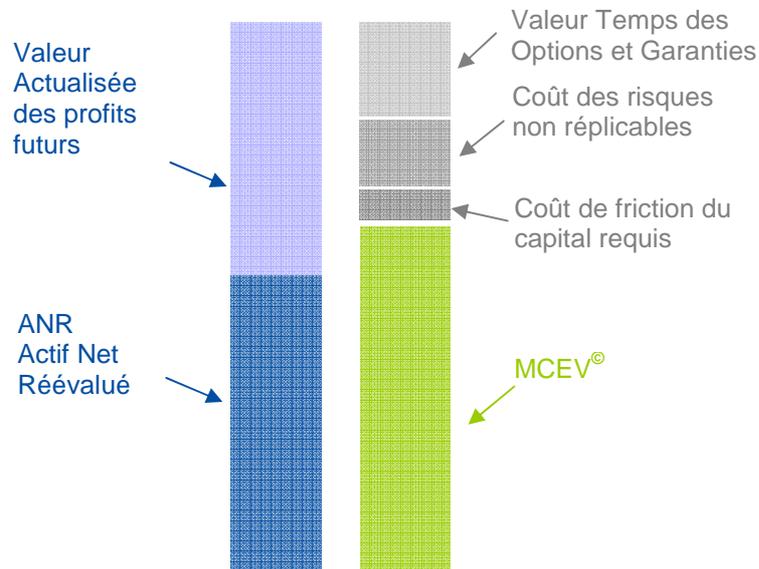
La MCEV<sup>®</sup> 2012 de la zone Europe hors France ajustée du dividende 2012, des améliorations de méthode et de modèle, s'établit à 713 M€.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +32 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2013 par les affaires nouvelles de -24 M€ du fait en Italie de l'escompte de commission versée au réseau Unicredit. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 30 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent sur l'ANR essentiellement de mouvements de provisions en Espagne, générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et sur la VIF de la baisse des rachats sur l'épargne en euros en Italie et sur l'épargne en unités de compte au Portugal. Ces deux derniers effets expliquent aussi l'écart opérationnel positif sur le capital requis.

Les effets de la conjoncture économique (73 M€) se traduisent par une hausse de la richesse latente des portefeuilles d'actifs consécutive au resserrement des spreads des taux d'emprunts d'Etat italiens, espagnols et portugais enregistrée en 2013.

## 4. Méthodologie



L'Embedded Value représente la valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation. Elle est calculée avant le versement de tous dividendes et des taxes afférentes à ces dividendes. Cette valeur exclut toute prise en compte de New Business futur. La méthodologie retenue par le groupe CNP Assurances repose sur les normes de calcul MCEV<sup>®</sup> édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » au mois d'octobre 2009. Ce chapitre détaille les principes appliqués par le groupe CNP Assurances.

## 4.1 Périmètre couvert

Le périmètre couvert concerne l'ensemble des filiales de CNP Assurances contribuant significativement à la valeur, en France, en Amérique latine et en Europe hors France. Ce périmètre représente 99 % des provisions techniques au 31/12/2013.

Zone Géographique	Entités	Quote-part détenue
France	CNP Assurances	Entité consolidante
	CNP IAM	100 %
	Préviposte	100 %
	ITV	100 %
	CNP International	100 %
	MFPrévoyance	64,72 %
	La Banque Postale Prévoyance	50 %
Italie	CNP Unicredit Vita	57,5 %
	Succursale Italienne de CNP Assurances	100 %
	Brésil	Caixa Seguros
Espagne	CNP Vida	94,47 %
	EstalVida	75,86 %
	CNP Barclays Vida y Pensiones <sup>5</sup>	50 %
Chypre	CNP Cyprus Insurance Holdings	50,1 %

<sup>5</sup> Y compris activités au Portugal et en Italie.

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

### Activités du groupe :

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

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

Tous les calculs sont réalisés en part du Groupe, nets de réassurance et de coassurance externe.

## 4.2 Actif Net Réévalué

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

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

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

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

### 4.2.1 Capital Requis

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

Le Capital Requis reflète le niveau de capital que se fixe la société pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques. Le niveau de capital retenu par le groupe CNP Assurances pour son pilotage correspond à 110 % du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I) net de toute autre source de financement tels les titres subordonnés. Ceux-ci permettent de couvrir 38 % du besoin de marge au 31/12/2013.

### 4.2.2 Free Surplus

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

## 4.3 Valeur d'In-Force

### 4.3.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs

La PVFP correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les polices en portefeuille à la date d'évaluation. Son calcul s'appuie sur une hypothèse de continuité d'activité et de poursuite des partenariats au-delà de leurs échéances.

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<sup>®</sup>, aucune prime de risque n'est incluse dans les rendements et les taux d'actualisation utilisés. La courbe de taux d'intérêt de référence est basée sur la courbe des taux swap augmentée d'une prime de liquidité.

### 4.3.2 Coût de friction du capital requis

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

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

### 4.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties

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

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

- option de Taux Minimum Garanti (TMG) ;
- option de Participation aux Bénéfices (PB) ;
- option de conversion en rentes ;
- garantie plancher des contrats en unités de compte ;
- garantie de taux technique des rentes en service et garantie induite par le tarif d'acquisition du point pour le portefeuille de contrats L. 441 ;
- garantie des valeurs de rachat, option de rachat.

La valeur temps des options et garanties financières (TVOG) est générée par l'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions des marchés financiers. De manière schématique, une perte

financière est supportée en totalité par les actionnaires alors que les profits financiers sont partagés selon les clauses réglementaires et contractuelles de participation aux bénéfices. La mise en œuvre de calculs stochastiques permet, sur base de simulations multiples, de balayer le champ des possibles en termes d'évolution des marchés financiers et donc de capter le coût lié aux déviations adverses des marchés.

### **Méthodologie de valorisation Risque-Neutre**

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

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

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 des affaires nouvelles**

### **4.4.1 Définition des affaires nouvelles**

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil des affaires souscrites durant l'année 2013 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2013.

- 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 2013.

- Couverture de prêt :

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

#### 4.4.2 Méthodologie

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

La valeur des affaires nouvelles s'appuie sur une projection des cash-flows à compter de la date de souscription. Les hypothèses économiques sont basées sur les conditions de marché observées au 31/12/2013.

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

#### 4.4.3 APE Annual Premium Equivalent

L'APE est un indicateur de volume de production, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres souscrits dans l'année auquel s'ajoute le montant des primes périodiques annualisées souscrites dans l'année. Contrairement au chiffre d'affaires IFRS, l'APE généré par les affaires nouvelles est défini sur la base de la collecte nette en part du groupe, net de coassurance et de réassurance. Par ailleurs, le taux de change correspond au taux constaté au 31/12/2013 et non au taux moyen retenu pour la définition du chiffre d'affaires IFRS.

### 4.5 Sensibilités

Les sensibilités présentées ci-dessous correspondent aux sensibilités requises par les normes du CFO Forum :

- Courbe des taux +/- 100 bp :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux swap de 100 bp à la hausse ou à la baisse (avec une valeur plancher à 0 %). Ceci induit notamment :

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

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

- Actions -10 % :

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

- Rachats -10 % :

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

- Coûts -10 % :

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

- Sinistralité -5 % :

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

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

Ces sensibilités permettent d'évaluer l'impact sur la valeur temps des options et garanties financières de l'augmentation de 25 % de la volatilité des taux et de la volatilité des actions et de l'immobilier.

- Capital Requis :

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

- 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.

## 5. Hypothèses

### 5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2013.

#### 5.1.1 Courbe de référence

Maturité	Taux swap 31/12/12	Taux swap 31/12/13
1	0,33 %	0,39 %
2	0,37 %	0,56 %
5	0,78 %	1,27 %
10	1,61 %	2,23 %
15	2,10 %	2,70 %
20	2,28 %	2,85 %
30	2,84 %	3,17 %
<b>Taux forward ultime</b>	4,20 %	4,20 %
<b>Point d'entrée de l'extrapolation</b>	20 ans	20 ans

Pour l'ensemble des filiales du Groupe de la zone euro, les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux de référence sont issues de la courbe des taux swap découponnée et lissée. La méthode d'extrapolation a été ajustée en 2013 en cohérence avec l'approche développée actuellement dans le cadre de la réforme Solvabilité 2. La courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 4,2 %.

Conformément au Principe n°14 des principes MCEV<sup>®</sup>, CNP Assurances intègre une prime de liquidité à la courbe des taux de référence. La prime de liquidité de marché correspond au Maximum [0 ; 50 % \* (Spread des obligations corporate – 40 bp)], le spread des obligations corporate étant déterminé comme la marge par rapport au taux swap de l'indice obligataire iBoxx € Corporates. La prime de liquidité (29 bp au 31/12/2013) est ajoutée à la courbe des taux swap à 100 % sur la partie non extrapolée puis décroît au rythme de la convergence vers le taux forward ultime. Par ailleurs, seule une fraction de cette prime est affectée aux différentes familles de contrats selon le degré d'illiquidité des passifs sous-jacents. Le tableau ci-dessous synthétise la prime de liquidité qui a été retenue pour les principales familles de produit, en référence à la courbe des taux swap :

Famille	2012	2013
Epargne UC	18 bp	15 bp
Risque individuel	18 bp	15 bp
Assurance Emprunteur	27 bp	22 bp
Risque Collectif	27 bp	22 bp
Epargne Euro	27 bp	22 bp
Retraite individuelle	27 bp	22 bp
Retraite collective	27 bp	22 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 volatilités 20Y swaption ATM de marchés retenues pour le calibrage sont les suivantes :

Termes	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2012	30,1%	29,1%	25,9%	23,5%	20,9%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2013	23,7%	24,3%	24,0%	21,7%	18,4%

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

### 5.1.3 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.

Les paramètres de volatilité ont été calibrés à partir des volatilités implicites ATM forward sur l'indice Eurostoxx 50 au 31/12/2013.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2012	22,3%	23,7%	24,6%	24,7%	25,2%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2013	17,8%	18,9%	20,1%	20,6%	21,3%

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

De même, la volatilité de l'immobilier est fixée à 15 %.

### 5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	Post 2018
Taux d'actualisation	MCEV <sup>®</sup> 12	10,8%	11,6%	11,8%	11,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Rendement des actifs		7,1%	8,5%	8,8%	8,6%	7,1%	7,1%	7,1%
Inflation		5,4%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Prime de risque		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Taux d'actualisation	MCEV <sup>®</sup> 13	11,2%	12,7%	12,8%	12,5%	12,2%	11,5%	11,3%
Rendement des actifs		7,9%	10,3%	10,5%	10,0%	9,5%	8,3%	8,0%
Inflation		5,8%	5,8%	5,9%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%
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 2,7036 au 31/12/2012 à 3,2576 au 31/12/2013.

## 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 <sup>®</sup> 31/12/2012	36,10 %	34,32 %	30 %	29 %	40 % <sup>6</sup>
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2013	38 % <sup>7</sup>	34,32 %	30 %	29 %	40 % <sup>6</sup>

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

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

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

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

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

En moyenne, le taux appliqué au capital est de 2,4 % au 31/12/2013 (2,4 % au 31/12/2012).

## 5.4 Hypothèses non économiques

### 5.4.1 Evaluation des frais généraux

Le groupe CNP Assurances produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau.

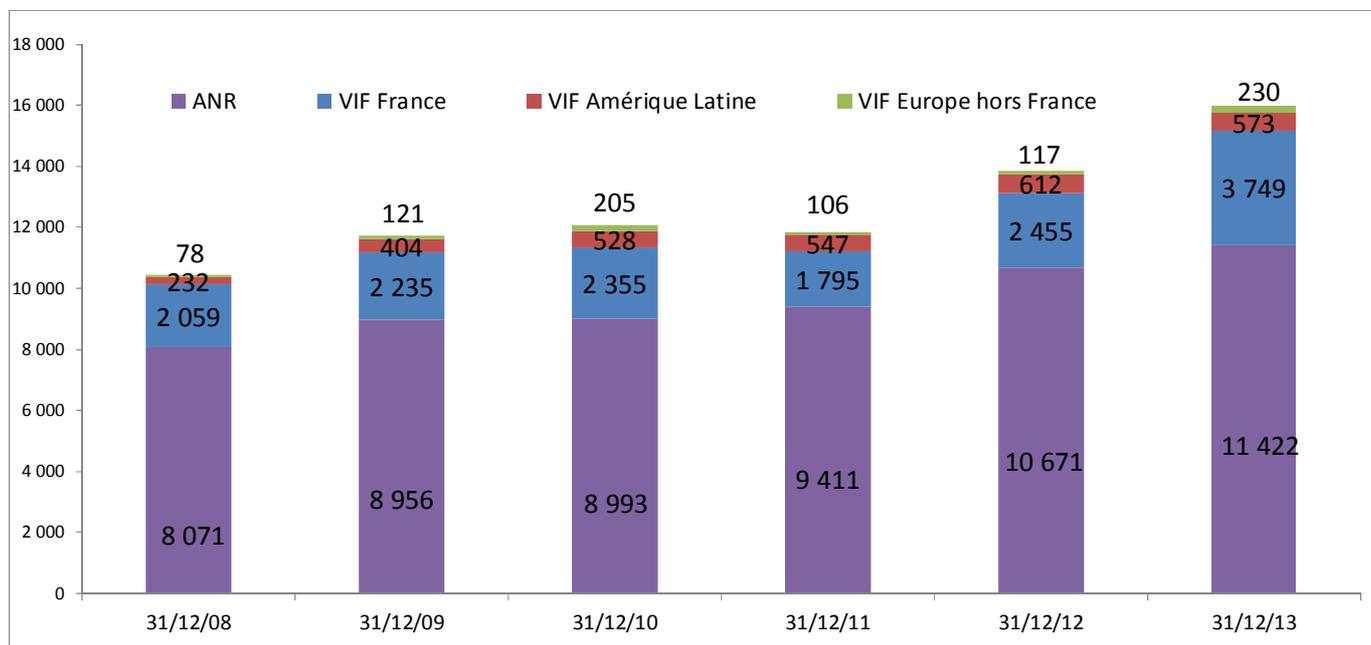
Un taux d'inflation annuelle de 2 % est appliqué aux coûts unitaires pour les entités européennes.

### 5.4.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance

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

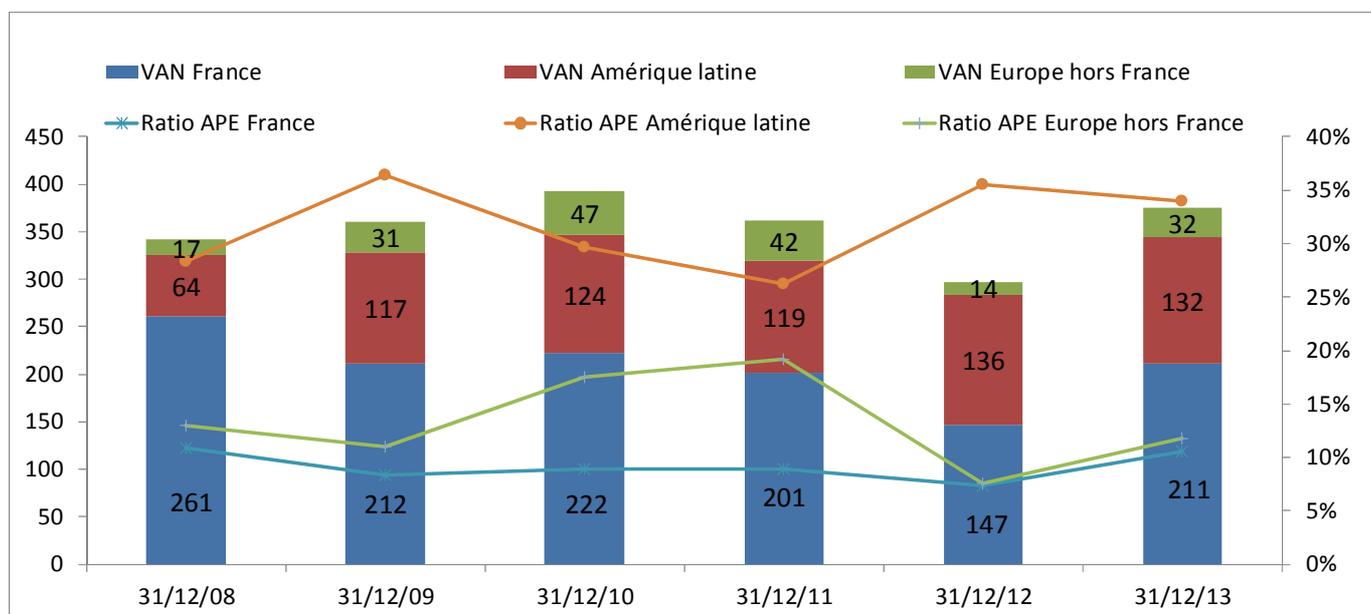
## 6. Evolution de la MCEV<sup>®</sup> depuis le 31/12/2008

### 6.1 Historique MCEV<sup>®</sup> (en M€)



L'historique de la MCEV<sup>®</sup>, établie conformément aux principes du CFO Forum, montre la résilience de la MCEV<sup>®</sup> du groupe CNP Assurances aux différents chocs.

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



## *7. Opinion Milliman*

*Milliman, cabinet d'actuares indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du groupe CNP Assurances au 31 décembre 2013. 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 2013, la valeur de la nouvelle production 2013, l'analyse des écarts entre l'Embedded Value au 31 décembre 2012 et celle au 31 décembre 2013 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 considéré une prime de liquidité de marché de 29 bp par rapport au taux swap ; une fraction de cette prime est retenue pour chaque portefeuille de contrats, fonction du degré d'illiquidité des passifs sous-jacents. 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 – 31.12.2013" 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.*