

# RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

31 décembre 2017

# 01 INTRODUCTION

1.1	Bases de préparation et Principes clés	6
1.2	Contenu et périmètre	7

# 02. RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2017

2.1	Introduction	10
2.1.1	Principaux événements de l'année	10
2.1.2	Résultats globaux	11
2.2	Valeur des Affaires Nouvelles	12
2.3.	MCEV au 31 décembre 2017	15
2.3.1	Actif Net Réévalué	16
2.3.2	Analyse des écarts de la MCEV	17
2.3.3	Analyse des écarts du Free Surplus	19
2.4	Implied Discount Rate	20
2.5	Sensibilités	21

# 03. RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

3.1	Aperçu	25
3.2	France	27
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	27
3.2.2	MCEV au 31 décembre 2017	29
3.3	Amérique Latine	32
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2	MCEV au 31 décembre 2017	34
3.4	Europe Hors France	36
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2	MCEV au 31 décembre 2017	38

# 04. MÉTHODOLOGIE

4.1	Actif Net Réévalué	43
4.1.1	Capital Requis	43
4.1.2	Free Surplus	43
4.2	Valeur de l'In Force	44
4.2.1	Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	44
4.2.2	Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	44
4.2.3	Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	45
4.2.4	Coût des Risques Résiduels Non-couvrables (CRNHR)	45
4.3	Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	46
4.3.1	Définition des affaires nouvelles	46
4.3.2	Méthodologie d'évaluation	46

## 05. HYPOTHÈSES

5.1	Hypothèses Economiques	49
5.1.1	Courbe des taux de référence	49
5.1.2	Calibrage du modèle de taux	50
5.1.3	Calibrage du modèle actions	51
5.1.4	Calibrage des autres indices diversifiés	51
5.1.5	Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	51
5.1.6	Taux de change	52
5.1.7	Taux d'imposition	52
5.1.8	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	52
5.1.9	Taux de financement des titres subordonnés	52
5.2	Hypothèses non économiques	53
5.2.1	Hypothèse des frais	53
5.2.2	Hypothèses de sinistralité et de persistance	53
5.2.3	Décisions de gestion futures et réactions des assurés	53

## 06. ÉVOLUTION DE LA MCEV DEPUIS 2012

6.1	Historique de VAN	56
6.2	Historique de MCEV	57

## 07. OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE

60

## 08. ANNEXES

Annexe A	: Glossaire	63
Annexe B	: Périmètre	65



# 01

## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### INTRODUCTION

1.1 Bases de préparation et Principes clés	6
1.2 Contenu et périmètre	7

## 1.1 BASES DE PRÉPARATION & PRINCIPES CLÉS

### PRÉSENTATION DU RAPPORT

Ce rapport présente les résultats, les méthodes et les hypothèses retenues pour déterminer l'Embedded Value du groupe CNP Assurances (le « Groupe ») au 31 décembre 2017. L'Embedded Value (désignée indifféremment par les termes « Market-Consistent Embedded Value », « MCEV », « Embedded Value » ou « EV ») est établie selon les « European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value© Principles » (les « principes MCEV ») lancés en juin 2008, amendés en octobre 2009 puis mis à jour en avril 2016.

Ce rapport contient un rapprochement entre les fonds propres IFRS du Groupe et l'EV du Groupe au 31 décembre 2017. Cependant, les informations contenues dans ce rapport ne sont pas directement comparables aux informations financières établies selon les normes IFRS. Elles ne constituent pas non plus une évaluation de la valeur du Groupe ou d'une partie du Groupe telle qu'elle pourrait être établie dans le cadre d'une transaction : d'autres méthodes d'évaluation seraient alors utilisées.

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

La méthodologie, les hypothèses et les résultats de la MCEV 2017 ont fait l'objet d'une revue conjointe par les cabinets d'audit PwC et Mazars, qui sont également auditeurs des états financiers du groupe CNP Assurances et dont l'opinion est jointe en fin de rapport.

### PRÉSENTATION DE LA MCEV

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

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

La valeur ajustée des capitaux propres (« ANR ») se décompose en Capital Requis et Capital Libre (« Free Surplus »). Le Capital Requis correspond à la valeur de marché des actifs en représentation des fonds propres que l'assureur doit bloquer au titre de son activité et dont la distribution aux actionnaires est restreinte, le Free Surplus aux excédents disponibles. L'indicateur « Operating Free Cash-Flow » (« OFCF »), matérialise le dégagement de Free Surplus lié aux activités opérationnelles. Ce dégagement peut être utilisé pour payer les dividendes et développer l'activité via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

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

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

## 1.2 CONTENU ET PÉRIMÈTRE

### DESCRIPTION DU RAPPORT

Ce rapport présente les résultats, les méthodes et les hypothèses retenues pour calculer l'Embedded Value du Groupe et préparer l'information sur l'Embedded Value au 31 décembre 2017. Il est structuré autour des sections suivantes :

Section 1 : Bases de préparation et Principes clés

Section 2 : Résultats du Groupe au 31 décembre 2017

Section 3 : Résultats détaillés par zone géographique

Section 4 : Méthodologie

Section 5 : Hypothèses

Section 6 : Evolution de la MCEV depuis 2012

Section 7 : Opinion externe sur l'Embedded Value

Annexes

### PÉRIMÈTRE

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

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

Les affaires couvertes par la MCEV concernent toutes les activités d'assurances de personnes des entités du Groupe et les activités liées qui contribuent significativement à la valeur. Le périmètre couvert et ses modifications par rapport au périmètre de la MCEV au 31 décembre 2016 sont présentés en détail dans l'Annexe B.



# 02

## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2017

2.1	Introduction	10
2.1.1	Principaux événements de l'année	10
2.1.2	Résultats globaux	11
2.2	Valeur des Affaires Nouvelles	12
2.3.	MCEV au 31 décembre 2017	15
2.3.1	Actif Net Réévalué	16
2.3.2	Analyse des écarts de la MCEV	17
2.3.3	Analyse des écarts de Free Surplus	19
2.4	Implied Discount Rate	20
2.5	Sensibilités	21

## 2.1 INTRODUCTION

### 2.1.1 PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS DE L'ANNÉE

**L'année 2017 a été marquée par plusieurs événements significatifs :**

**- La poursuite de l'environnement de taux bas dans la zone euro**

La poursuite de l'environnement de taux bas de la zone euro joue de manière significative sur la rentabilité de l'activité d'épargne-retraite, et par conséquent sur la valeur des métriques MCEV. Cet environnement défavorable est pour partie compensé par les orientations prises par la direction en matière de suivi de ces dépenses, de tarification, de conception des produits et de stratégie commerciale. Les actions prises par la direction ainsi que le comportement potentiel des assurés en situation de taux négatifs durable sont également pris en compte dans les calculs.

**- Le renouvellement de l'accord de partenariat en Italie**

Le renouvellement de l'accord de partenariat entre CNP Assurances et UniCredit a été acté pour une durée de 7 ans. Celui-ci prévoit entre autres de développer la commercialisation de contrats d'épargne en unités de compte, de prévoyance individuelle et d'assurance emprunteur, en ligne avec la stratégie de réorientation du Mix Segments de CNP Assurances.

**- Le renouvellement des accords de partenariat en Emprunteur**

L'année 2017 a été marquée par la conclusion d'un protocole d'accord avec le Crédit Agricole qui prévoit l'internalisation des affaires nouvelles au sein du Groupe. CNP Assurances reste assureur des affaires en stock.

**- L'organisation de l'activité du Groupe en France**

En France, l'exercice 2017 a été tout d'abord marqué par le transfert d'une partie des engagements du portefeuille de retraite collective vers l'entité Arial CNP Assurances, née du partenariat entre CNP Assurances et AG2R La Mondiale. Celui-ci a été accompagné par l'acceptation en réassurance par CNP Assurances de la totalité du périmètre transféré. Les nouveaux contrats collectifs souscrits auprès d'Arial CNP Assurances sont, quant à eux, réassurés proportionnellement à hauteur de sa quote-part par CNP Assurances.

La fusion-absorption des sociétés Investissements Trésor Vie et Préviposte par CNP Assurances est par ailleurs à noter en épargne. En outre, la filiale CNP Luxembourg a été intégrée dans le périmètre d'évaluation.

Les évolutions réglementaires adoptées en 2017 et portant sur les régimes de retraite en points de type L. 441 ont été mises en œuvre au sein du modèle, tout en tenant compte des accords contractuels. Les principales évolutions portent notamment sur les règles de provisionnement et la modification du taux de couverture du régime. En outre, la nouvelle réglementation ne plafonne plus les prélèvements à 15 % de la production financière.

Concernant l'assurance emprunteur, la loi de février 2017 a ouvert une faculté de résiliation annuelle, à la date anniversaire du contrat, qui s'appliquera désormais aussi aux garanties sur les prêts en cours et non plus seulement pendant l'année de souscription.

### 2.1.2 RÉSULTATS GLOBAUX

La valeur des affaires nouvelles 2017 du Groupe s'établit à + 782 M€ en hausse de 80 % par rapport à 2016. L'augmentation de la VAN est essentiellement portée par la France (498 M€) et s'explique par des effets économiques favorables et l'amélioration du mix/volume sur l'assurance emprunteur et l'épargne en unités de compte en lien avec la prise en compte d'un nouveau périmètre de commercialisation. A noter une progression importante de la collecte au Brésil sur la majorité des segments, combinée à la prise en compte de l'expérience acquise sur les hypothèses non économiques.

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 23 241 M€, soit une hausse de + 3 290 M€ (+ 16 %) au cours de la période dont + 2 105 M€ au titre des impacts opérationnels et + 1 268 M€ au titre de l'effet économique hors change et de la baisse du taux normal des impôts sur les sociétés. Les dividendes versés ont été de + 549 M€.

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

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

(En M€, %)		2017	2016
<b>VAN</b>	<b>VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES</b>	<b>782</b>	<b>436</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 316	3 129
VAP	Valeur Actuelle des Primes	28 201	27 463
	<b>Taux de marge</b>	<b>23,6%</b>	<b>13,9%</b>
	Ratio VAP	2,8%	1,6%

(En M€, %)		2017	2016
<b>MCEV</b>	<b>MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE</b>	<b>23 241</b>	<b>19 951</b>
VIF	Valeur de l'In Force	9 329	6 509
ANR	Actif Net Réévalué	13 911	13 442
	Rendement sur MCEV	10,4%	7,4%
IDR	Implied Discount Rate	7,2%	7,4%

<b>OFCE</b>		<b>OPERATING FREE CASH FLOW</b>	<b>1 113</b>	<b>1 632</b>
	Dont les titres subordonnés		0	576

## 2.2 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

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

		2017		2016		Variation	
		M€	€ par action <sup>(1)</sup>	M€	€ par action <sup>(1)</sup>	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	1094	1,6	825	1,2	270	32,7%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(167)	(0,2)	(283)	(0,4)	115	-40,8%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(22)	(0,0)	(32)	(0,0)	10	-30,2%
CRNHR	Coût des Risques Non-couvrables	(123)	(0,2)	(75)	(0,1)	(48)	64,5%
<b>VAN</b>	<b>VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES</b>	<b>782</b>	<b>1,1</b>	<b>436</b>	<b>0,6</b>	<b>347</b>	<b>79,6%</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 316		3 129		186	5,9%
VAP	Valeur Actuelle des Primes	28 201		27 463		738	2,7%
<b>Taux de marge</b>		<b>23,6%</b>		<b>13,9%</b>		<b>9,7%</b>	<b>69,5%</b>
Ratio VAP		2,8%		1,6%		1,2%	74,9%

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2017 et au 31 décembre 2016 : 686 618 477

La VAN Groupe est en hausse de 347 M€ (+ 80 %). Cette hausse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (PVFP) en hausse de + 32,7 % par rapport à 2016 ; la valeur des affaires nouvelles sous une hypothèse centrale d'évolution des marchés financiers se trouve renforcée par rapport à l'exercice 2016. Cela reflète les travaux entrepris au niveau du Groupe pour privilégier la croissance des produits à plus forte rentabilité.
- La Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG) est en baisse de - 40,8 % en raison de l'amélioration des conditions de marchés avec notamment la hausse des taux et la baisse de leur volatilité en zone euro ainsi que l'orientation du Mix Segments tourné vers l'assurance emprunteur et l'épargne en unités de compte.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (FCRC), est en baisse de 10 M€ en lien avec la mise à jour du Capital Requis et la baisse du taux d'imposition en France.
- Le Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR), est en hausse de 64,5 % ce qui traduit la hausse des risques non financiers liés aux nouvelles souscriptions de l'exercice 2017.

Le volume APE Groupe (+ 3 316 M€) est en hausse de 5,9 % par rapport à 2016. Il est expliqué par :

- une collecte stable en France caractérisée par un Mix Segments orienté vers les produits à plus forte rentabilité notamment l'épargne en unités de compte et l'assurance emprunteur ;
- une collecte en forte hausse sur le périmètre Amérique Latine (+ 30 % à change constant), portée principalement par le segment de la retraite individuelle et Consorcios (Auto / MRH) ;
- une collecte en hausse en Europe hors France, portée par l'entité irlandaise et la comptabilisation des activités de CNP Luxembourg.

Le taux de marge du Groupe est en hausse de 9,7 points et s'élève à + 23,6 % en 2017 contre + 13,9 % en 2016. La hausse du taux de marge est essentiellement due à une forte contribution opérationnelle traduisant l'amélioration des hypothèses non économiques et des effets économiques favorables en zone euro.

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

(En M€, %)	VAN	Variation	Taux de marge
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	436		13,9%
Mise à jour du modèle et du périmètre	460	24	14,6%
Mise à jour du volume APE	477	18	14,6%
Mise à jour du Mix Segments	578	101	17,7%
Mise à jour de l'expérience	668	90	20,4%
Mise à jour des marchés financiers	751	83	23,0%
Mise à jour du taux d'impôt	768	17	23,5%
Mise à jour du taux de change	782	14	23,6%
Valeur des Affaires Nouvelles 2017	782	347	23,6%

La VAN s'élève à + 782 M€ à fin 2017 contre + 436 M€ en 2016, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 24 M€) représente l'impact de l'ensemble des modifications de modèles et de périmètre survenues au cours de l'exercice 2017 ; elles concernent essentiellement la France et portent sur une meilleure prise en compte de la politique de revalorisation des contrats en épargne dans un contexte de taux bas ainsi que l'intégration de la nouvelle réglementation des régimes de retraite en points (L. 441), mais également la comptabilisation de CNP Luxembourg et des améliorations de modélisation en Italie.
- La mise à jour du volume APE (+ 18 M€) représente essentiellement des effets de variation de volume global de primes collectées par les entités du groupe, sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes émises en normes comptables locales.
- La mise à jour du Mix Segments (+ 101 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre différents segments. Elle est portée principalement par la France avec une évolution de la collecte plus favorable sur des segments à plus forte rentabilité.
- La mise à jour de l'expérience (+ 90 M€) reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité, des hypothèses comportementales et des hypothèses de frais. Elle concerne essentiellement la mise à jour de lois d'expérience sur l'assurance emprunteur ainsi que les effets de la politique de redressement des ratios de S/P sur la prévoyance collective en France.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 83 M€) reflète les impacts liés à l'amélioration du niveau des taux et la baisse de la volatilité des taux en zone euro.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 17 M€) reflète les impacts des modifications de taux d'imposition dont la baisse du taux d'imposition en France.
- La mise à jour du taux de change (+ 14 M€) reflète l'évolution des taux de change moyen du Real brésilien contre l'€ depuis les précédents calculs de référence de la VAN.

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

Duration (années)	2017	2016
Epargne et Retraite	14,1	13,3
Prévoyance et Risque	12,9	11,9

## 2.3 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2017

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV du Groupe au 31 décembre 2017 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV au 31 décembre 2016 :

	MCEV 2017 avant distribution de dividendes 2017		MCEV 2016 après distribution de dividendes 2016		Variation avant distribution de dividendes 2017		MCEV 2016 avant distribution de dividendes 2016	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
ANR - Actif Net Réévalué	13 911	20,3	12 892	18,8	1 019	8%	13 442	19,6
Capital Requis	2 577	3,8	5 412	7,9	(2 835)	-52%	5 412	7,9
Free Surplus	11 335	16,5	7 480	10,9	3 854	52%	8 030	11,7
VIF - Valeur de l'In Force	9 329	13,6	6 509	9,5	2 820	43%	6 509	9,5
Valeur Actuelle des Profits Futurs	13 757	20,0	11 927	17,4	1 830	15%	11 927	17,4
Valeur Temps des Options & Garanties	(3 255)	(4,7)	(4 199)	(6,1)	944	-22%	(4 199)	(6,1)
Coût de Friction du Capital Requis	(466)	(0,7)	(673)	(1,0)	207	-31%	(673)	(1,0)
Coût des Risques Non-couvrables	(707)	(1,0)	(546)	(0,8)	(162)	30%	(546)	(0,8)
MCEV - Market Consistent Embedded Value	23 241	33,8	19 402	28,3	3 839	20%	19 951	29,1

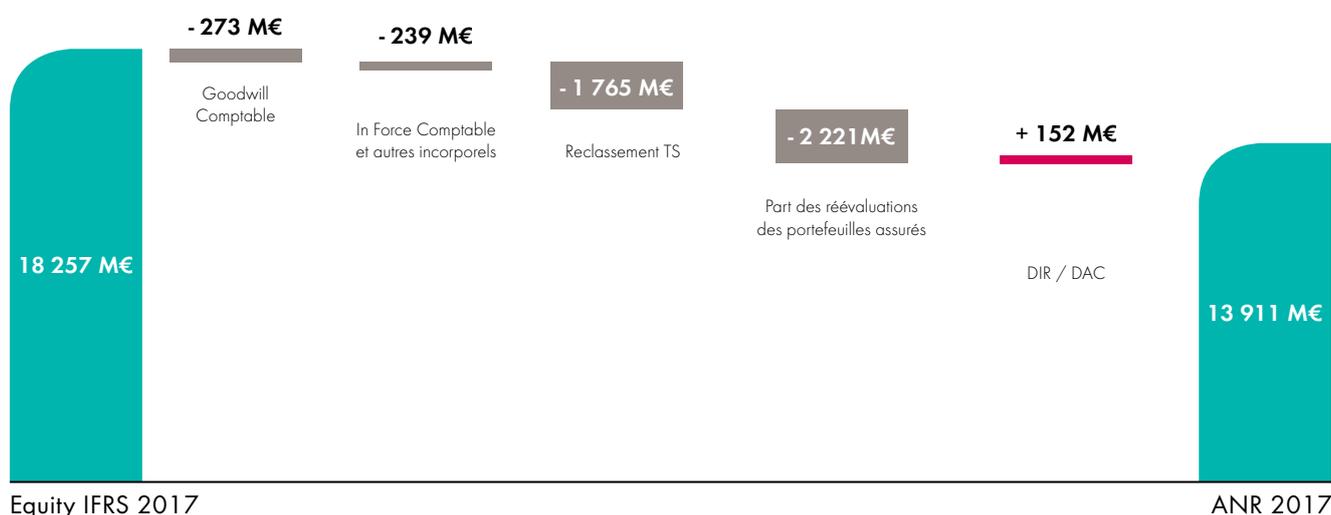
\* Nombre d'actions au 31 décembre 2017 et au 31 décembre 2016 : 686 618 477

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

### 2.3.1 ACTIF NET RÉÉVALUÉ

L'actif net réévalué (« ANR ») correspond à la valeur de marché des actifs qui ne sont pas en représentation des engagements d'assurance. Il se déduit des capitaux propres comptables IFRS après déduction des actifs incorporels, des passifs subordonnés et de la part des réévaluations des portefeuilles assurés. L'ANR est déterminé à la date d'évaluation au niveau consolidé en excluant les intérêts minoritaires et se décompose en Capital Requis et Free Surplus.

Le schéma suivant présente la réconciliation des capitaux propres comptables IFRS avec l'ANR au 31 décembre 2017 :



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

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

### 2.3.2 ANALYSE DES ÉCARTS DE LA MCEV

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

(En M€)	ANR	Free Surplus	Capital Requis	VIF	MCEV
MCEV 2016	13 442	8 030	5 412	6 509	19 951
Ajustements initiaux	(549)	961	(1 510)	841	291
<b>MCEV 2016</b>	<b>12 892</b>	<b>8 991</b>	<b>3 902</b>	<b>7 350</b>	<b>20 242</b>
Contribution de la nouvelle production	(23)	(455)	432	805	782
Contribution du stock de contrats	202	202	0	1 235	1 438
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 390	1 977	(587)	(1 390)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(223)	(107)	(116)	242	19
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(504)	504	(133)	(133)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>1 346</b>	<b>1 113</b>	<b>233</b>	<b>759</b>	<b>2 105</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	44	1 592	(1 548)	1 172	1 216
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(144)	(184)	40	196	51
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>1 246</b>	<b>2 521</b>	<b>(1 275)</b>	<b>2 127</b>	<b>3 373</b>
Ajustements finaux	(227)	(178)	(50)	(147)	(375)
MCEV 2017	13 911	11 335	2 577	9 329	23 241

Les ajustements initiaux recouvrent :

- les évolutions de modèle, qui concernent principalement la France et qui sont détaillées par zone géographique en section 3 ;
- les mouvements de capitaux et notamment le paiement du dividende Groupe de l'exercice 2016 qui impacte l'ANR (549 M€) ;
- les changements de périmètre : sortie de La Banque Postale Prévoyance et entrée de la filiale CNP Luxembourg ;
- le Capital Requis Solvabilité 2 est en baisse en raison d'ajustements favorables sur la VIF.

La contribution de la nouvelle production est de + 782 M€ à l'évolution de la MCEV. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2017 par les affaires nouvelles pour - 23 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 432 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 438 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 235 M€) calculée au 31 décembre 2016 et du rendement projeté du Free Surplus (+ 202 M€) au 31 décembre 2016. Par ailleurs, le résultat 2017 rattaché à la VIF du 31 décembre 2016 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV, et augmente le Free Surplus à la fois du fait des profits externalisés de la VIF et de la réduction des capitaux requis.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de + 242 M€ et proviennent principalement des différences entre le résultat anticipé en 2017 dans le cadre de la modélisation de la VIF et le résultat réel constaté au cours de l'exercice 2017.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle conduisent à une baisse de - 133 M€ sur la VIF. Différentes hypothèses ont été modifiées suite à l'expérience accumulée et sa meilleure prise en compte dans les projections pour l'avenir mais également aux changements d'anticipations liés à des événements survenus en 2017 dont les effets

n'ont pas été pleinement retranscrits dans le résultat comptable. Les hypothèses concernées sont des hypothèses comportementales et notamment de rachat, des hypothèses biométriques, des hypothèses de sinistralité agrégée et des hypothèses de frais de gestion de l'activité modélisée.

Les autres mouvements liés à l'activité opérationnelle représentent les impacts des remboursements et des émissions de titres subordonnés sur 2017.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 2 105 M€ sur la MCEV. Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 113 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ». Son interprétation et le détail de son évolution sont présentés dans le paragraphe 2.3.3.

**Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique (+ 1 216 M€)** couvrent ;

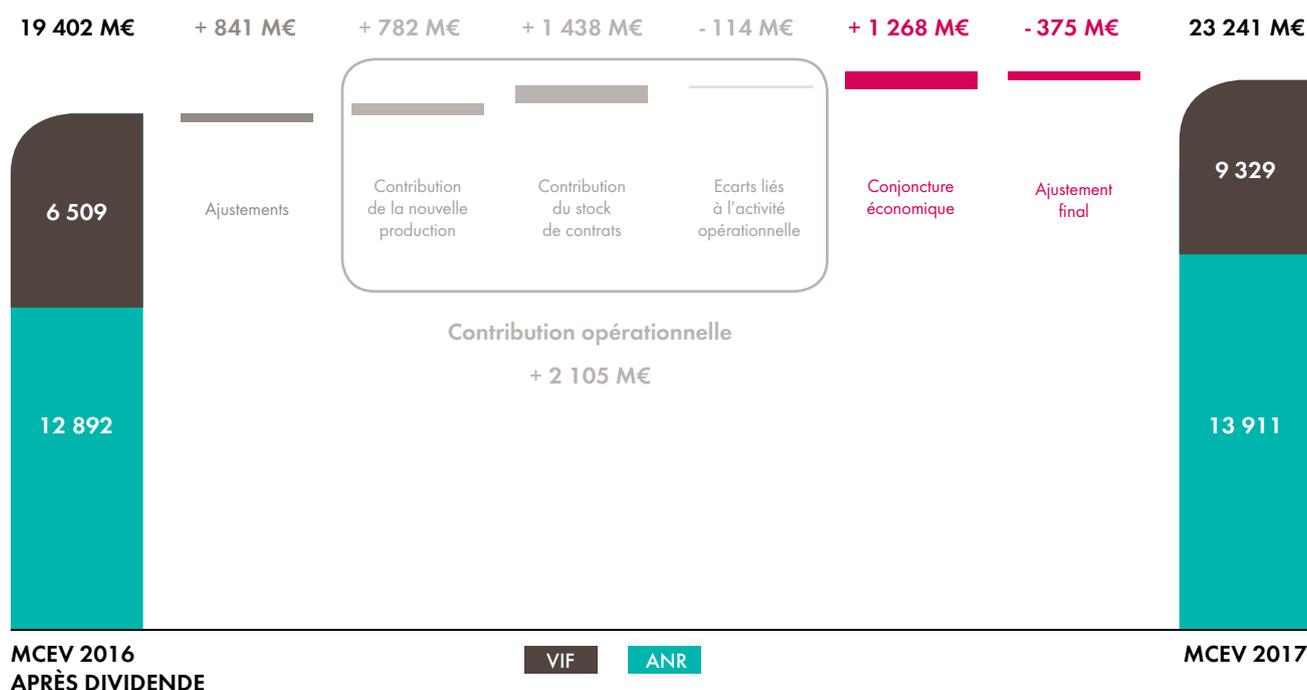
- une hausse des taux et la baisse de leur volatilité dans la zone euro ;
- une baisse des taux au Brésil ;
- les mouvements des marchés actions et immobilier ainsi que leur volatilité ;
- les évolutions des portefeuilles d'actif.

**Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** correspondent aux effets de la baisse du taux normal des impôts sur les sociétés en France d'ici 2022.

**Les ajustements finaux (- 375 M€)** correspondent aux effets de change, essentiellement ceux du Real brésilien.

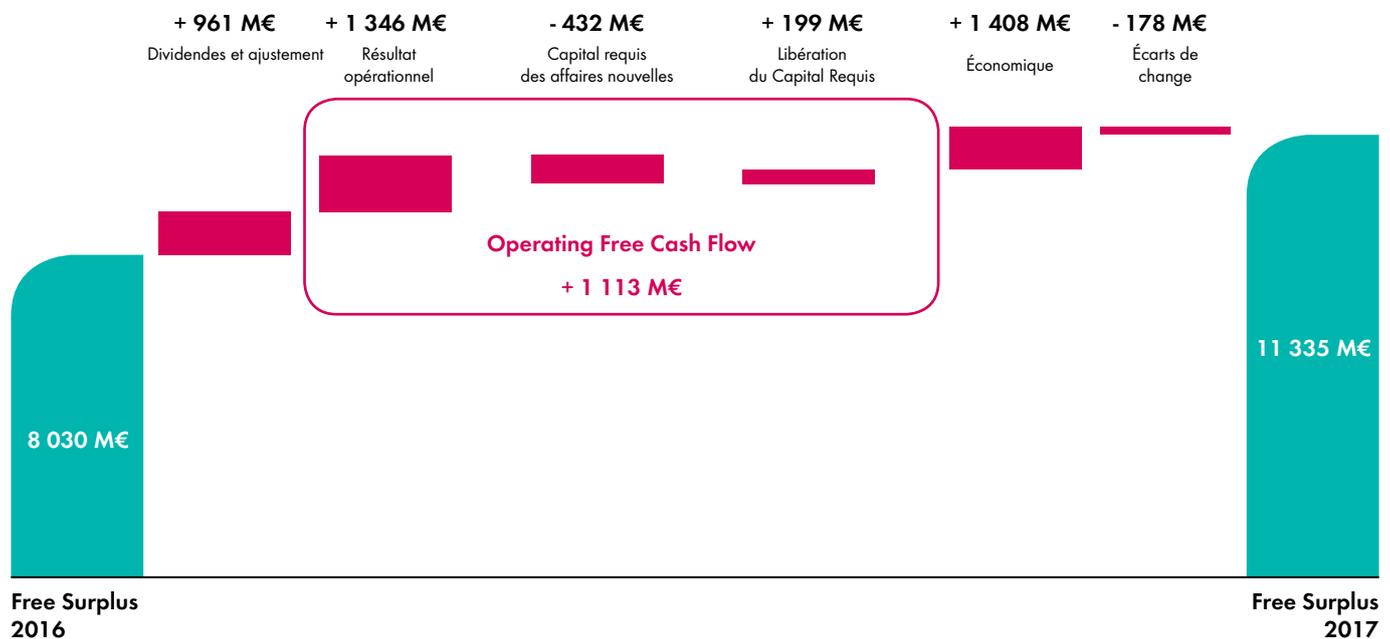
Une analyse détaillée par zone géographique est présentée dans la Section 3.

Le graphe suivant explicite le changement de valeur de la MCEV et de ses composantes (VIF et ANR) du 31 décembre 2016 et le 31 décembre 2017 en regroupant les différents impacts :



### 2.3.3 ANALYSE DES ÉCARTS DU FREE SURPLUS

Le graphique suivant explicite le changement de Free Surplus du 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2016 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 11 335 M€, en hausse de + 3 305 M€ par rapport à 2016.

L'**ajustement d'ouverture** est de + 961 M€ qui correspond aux effets de restatement sur le Capital Requis Solvabilité 2 (hausse de la VIF, qui est un élément constitutif des Fonds Propres Solvabilité 2 de + 1 510 M€) compensés en partie par le paiement du dividende (- 549 M€).

La **contribution opérationnelle** s'élève à + 1 113 M€ :

- un résultat opérationnel 2017 de + 1 346 M€ ;
- moins une évolution du besoin en Capital Requis de - 233 M€, se décomposant en une dotation de - 432 M€ au titre des affaires nouvelles en baisse par rapport à 2016 du fait de la forte hausse de la VAN et une libération de Capital Requis de + 199 M€ du fait de la revue des lois biométriques et comportementales sur le besoin de capital ;

L'**OFCE** matérialise la capacité du Groupe à dégager du Free Surplus pour payer ses dividendes et se développer via la commercialisation d'affaires nouvelles ou par le biais d'opérations de croissance externe.

La **contribution économique** est de + 1 408 M€.

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

Le tableau suivant présente l'analyse de l'OFCF en distinguant ses différentes composantes au 31 décembre 2017 et au 31 décembre 2016

(En M€)	2017	2016
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 390	1 173
Produits financiers du Free Surplus	202	146
Libération de Capital Requis vers le Free Surplus	587	360
Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle	(612)	614
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>1 568</b>	<b>2 293</b>
Capital requis au titre de la nouvelle production	(432)	(620)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(23)	(41)
<b>Capital requis au titre des affaires nouvelles</b>	<b>(455)</b>	<b>(661)</b>
<b>OPERATING FREE CASH FLOW</b>	<b>1 113</b>	<b>1 632</b>
Dont titres subordonnés	0	576

Au 31 décembre 2017, l'Operating Free Cash Flow est de + 1 113 M€.

## 2.4 IMPLIED DISCOUNT RATE

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

Au 31 décembre 2017, le taux IDR du Groupe est calculé sur la base d'un spread de 0 bp sur la courbe des taux de référence et d'un spread de 20 bps sur les titres obligataires de type corporate. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bps et de 230 bps (identiques au 31 décembre 2016).

Le taux IDR s'établit à + 7,2 % au niveau du Groupe au 31 décembre 2017 contre + 7,4 % au 31 décembre 2016.

## 2.5 SENSIBILITÉS

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

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

(En M€)	ANR	VIF	MCEV	VAN
MCEV - Market Consistent Embedded Value	13 911	9 329	23 241	782
Courbe des taux + 50 bps	(192)	1 440	1 248	71
Courbe des taux - 50 bps	190	(1 347)	(1 158)	(123)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)		(131)	(131)	(11)
Actions - 25 %	(995)	(1 768)	(2 763)	
Rachats - 10 %		251	251	42
Coûts - 10 %		306	306	46
Minimum réglementaire de capital requis		79	79	5
Sinistralité - 5 % - Risque longévité		(61)	(61)	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité		177	177	63
Volatilité taux + 25 %		(734)	(734)	(59)
Volatilité actions + 25 %		(1 354)	(1 354)	(28)

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

**Courbe des taux + / - 50 bps :**

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux swap de 50 bps à la hausse ou à la baisse. Ceci induit notamment :

- une réévaluation de la valeur de marché des obligations ;
- un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs de 50 bps ;
- et une mise à jour des taux d'actualisation.

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

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

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

**Correction pour volatilité (VA) nulle :**

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

**Actions -25 % :**

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

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

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

**Rachats -10 % :**

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

**Coûts -10 % :**

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

**Sinistralité -5 % :**

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

**Minimum réglementaire de Capital Requis :**

Cette sensibilité consiste à définir le capital requis comme 100 % du besoin de marge de solvabilité réglementaire en considérant stable la part de titres subordonnés, et à mesurer l'impact de ce changement d'hypothèse sur la valeur.



# 03

## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GEOGRAPHIQUE

3.1	Aperçu	25
3.2	France	27
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	27
3.2.2	MCEV au 31 décembre 2017	29
3.3	Amérique Latine	32
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2	MCEV au 31 décembre 2017	34
3.4	Europe Hors France	36
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2	MCEV au 31 décembre 2017	38

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

### 3.1 APERÇU

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

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN (En M€)	2016	232	146	58	436
	2017	498	225	59	782
	variation	267	79	1	347
En % de la VAN Groupe	2016	53%	33%	13%	100%
	2017	64%	29%	8%	100%
APE (En M€)	2016	2 328	501	300	3 129
	2017	2 317	690	309	3 316
	variation	(11)	189	8	186
Taux de marge (En %)	2016	10,0%	29,1%	19,3%	13,9%
	2017	21,5%	32,6%	19,1%	23,6%
	variation	11,6%	3,5%	(0,2%)	9,7%

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
MCEV (En M€)	2016	17 136	1 824	991	19 951
	2017	20 322	1 845	1 073	23 241
	variation	3 187	21	82	3 290
En % de la MCEV Groupe	2016	86%	9%	5%	100%
	2017	87%	8%	5%	100%
VIF (En M€)	2016	5 359	878	272	6 509
	2017	8 077	973	279	9 329
	variation	2 718	94	7	2 820
ANR (En M€)	2016	11 777	946	719	13 442
	2017	12 245	873	794	13 911
	variation	468	(73)	75	470

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
VIF 2017	8 077	973	279	9 329
Courbe des taux + 50 bps	1 443	(9)	5	1 440
Courbe des taux - 50 bps	(1 346)	7	(9)	(1 347)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(129)	0	(1)	(131)
Actions - 25 %	(1 726)	0	(42)	(1 768)
Rachats - 10 %	195	49	6	251
Coûts - 10 %	280	15	11	306
Minimum réglementaire de Capital Requis	74	5	1	79
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(56)	0	(5)	(61)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité et invalidité	135	31	11	177
Volatilité taux + 25 %	(732)	0	(2)	(734)
Volatilité Actions + 25 %	(1 346)	0	(7)	(1 354)

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GRUPE
VAN 2017	498	225	59	782
Courbe des taux + 50 bps	70	(0)	2	71
Courbe des taux - 50 bps	(121)	0	(2)	(123)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(11)	0	0	(11)
Rachats - 10 %	24	16	1	42
Coûts - 10 %	37	6	3	46
Minimum réglementaire de Capital Requis	4	1	0	5
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(1)	0	(0)	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	52	7	4	63
Volatilité taux + 25 %	(59)	0	(0)	(59)
Volatilité Actions + 25 %	(27)	0	(1)	(28)

## 3.2 FRANCE

L'activité France est répartie sur plusieurs segments : l'épargne-retraite, l'assurance emprunteur et la prévoyance.

Elle est marquée sur l'année 2017 par les effets de la stratégie de diversification vers les activités d'assurance emprunteur et d'épargne en unités de compte.

L'amélioration du niveau des taux et la baisse de la volatilité des taux dans la zone euro s'est traduite par une nette amélioration des indicateurs MCEV.

498 M€ VAN 2017  
21,5 % TAUX DE MARGE DES  
64 % AFFAIRES NOUVELLES  
DE LA VAN GROUPE

### 3.2.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2017	2016	VARIATION	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	769	599	170	28%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(165)	(275)	110	(40%)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(8)	(23)	15	(65%)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(97)	(69)	(28)	40%
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>498</b>	<b>232</b>	<b>267</b>	<b>115%</b>
APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 317	2 328	(11)	(0,5%)
VAP	Valeur actuelle des Primes	22 280	22 952	(672)	(3%)
	<b>Taux de Marge</b>	<b>21,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>116%</b>
	Ratio VAP	2,2%	1,0%	1,2%	122%

Le volume APE en France (+ 2 317 M€), stable par rapport à 2016, est caractérisé par une progression de la collecte de l'épargne en unités de compte compensée par des volumes en baisse sur l'épargne en euros. A cela s'ajoute une forte collecte sur l'assurance emprunteur.

La Valeur des Affaires Nouvelles s'élève à + 498 M€ à fin 2017 contre + 232 M€ en 2016 soit une hausse de + 115 %.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	232		10,0%
Mise à jour du modèle et du périmètre	262	31	11,1%
Mise à jour du volume APE	258	(5)	11,1%
Mise à jour du Mix Segments	319	62	13,8%
Mise à jour de l'expérience	400	81	17,3%
Mise à jour des marchés financiers	481	82	20,8%
Mise à jour du taux d'impôt	498	17	21,5%
Mise à jour du taux de change	498	0	21,5%
Valeur des Affaires Nouvelles 2017	498	267	21,5%
Variation	267		11,6%

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 31 M€) représente l'impact de l'ensemble des modifications survenues au cours de l'exercice 2017. Les évolutions de modèle de projection concernent principalement :
  - la meilleure prise en compte de la politique de revalorisation des contrats en épargne dans un contexte de taux bas ;
  - l'intégration de la nouvelle réglementation des régimes en points (L. 441).
- La mise à jour du volume APE (- 5 M€) retraduit la légère baisse constatée sur le volume APE en 2017, sans prise en compte des modifications de répartition par segments.
- La mise à jour du Mix Segments (+ 62 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre les différents

segments. Elle est portée par le volume favorable sur l'assurance emprunteur en raison notamment de la prise en compte du nouveau périmètre de commercialisation. A cela s'ajoute la progression du volume de l'épargne en unités de compte (effet favorable des transferts Fourgous).

- La mise à jour de l'expérience (+ 81 M€) reflète la poursuite de la vente sur les produits mieux margés dans chaque segment. Elle inclut également les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité, des hypothèses comportementales et des hypothèses de frais. Elle est expliquée en outre par les effets de la politique de redressement des ratios S/P sur la prévoyance collective.

- La mise à jour des marchés financiers (+ 82 M€) reflète les impacts liés à l'évolution des conditions de marché et notamment la hausse des taux en zone euro d'environ + 11 centimes sur 2017 qui se traduit par une baisse significative du coût de la garantie en capital sur les contrats d'épargne traditionnelle.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 17 M€) reflète les impacts de la diminution à 25 % du taux normal de l'IS d'ici 2022.

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

Duration (années)	2017	2016
Epargne et Retraite	14,1	13,3
Prévoyance et Risque	13,4	12,4

### 3.2.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2017

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

	2017		2016		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	8 077	11,8	5 359	7,8	2 718	50,7%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	12 268	17,9	10 654	15,5	1 614	15,2%
Valeur Temps des Options & Garanties	(3 228)	(4,7)	(4 159)	(6,1)	931	(22,4%)
Coût de Friction du Capital Requis	(412)	(0,6)	(623)	(0,9)	212	(33,9%)
Coût des Risques Non-couvrables	(551)	(0,8)	(513)	(0,7)	(38)	7,4%

La VIF France (+ 8 077 M€) est en hausse de + 50,7 % par rapport à 2016 en raison d'une contribution opérationnelle favorable et des effets économiques propices constatés en 2017.

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2016	11 777	7 051	4 726	5 359	17 136
Ajustements initiaux	(368)	1 126	(1 494)	862	494
<b>MCEV 2016 ajustée</b>	<b>11 408</b>	<b>8 177</b>	<b>3 232</b>	<b>6 221</b>	<b>17 629</b>
Contribution de la nouvelle production	6	(219)	225	493	498
Contribution du stock de contrats	172	172	0	1 046	1 218
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 063	1 492	(430)	(1 063)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(249)	(126)	(123)	215	(34)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(503)	503	(187)	(187)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>991</b>	<b>816</b>	<b>175</b>	<b>505</b>	<b>1 496</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	47	1 562	(1 515)	1 122	1 169
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(138)	(152)	14	232	93
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>899</b>	<b>2 225</b>	<b>(1 326)</b>	<b>1 859</b>	<b>2 758</b>
Ajustements finaux	(63)	(63)	0	(2)	(65)
MCEV 2017	12 245	10 339	1 906	8 077	20 322

**Les ajustements initiaux** impactent l'ANR (- 368 M€) suite à la contribution de la France au paiement du dividende Groupe de l'exercice 2016. Le Capital Requis Solvabilité 2 est en baisse de -1 494 M€ en raison des ajustements favorables sur la VIF.

Les évolutions de modèle de projection apportées en 2017 ayant impacté pour + 862 M€ la VIF concernent principalement la prise en compte explicite des facultés d'arbitrage entre les supports euros et unités de compte, En outre, les méthodes et hypothèses portant sur la modélisation de la politique de revalorisation et les comportements des assurés ont été revues à la fois sur le stock de contrats en portefeuille et sur la nouvelle production. La nouvelle modélisation ainsi retenue permet d'améliorer la qualité du backtesting et de projeter des taux cibles (et servis) en meilleure adéquation avec la politique de rémunération de CNP Assurances. Les évolutions réglementaires adoptées en 2017 portant sur les régimes de retraite par capitalisation L. 441 ont été mises en œuvre au sein du modèle, tout en tenant compte des accords contractuels.

**La contribution de la nouvelle production** est de + 498 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2017 par les affaires nouvelles pour + 6 M€ ajouté à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 225 M€. Le besoin en Capital Requis est divisé par deux par rapport à 2016 en raison de la progression de la valeur des affaires nouvelles.

**La contribution du stock de contrats** (+ 1 218 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 046 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 172 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2017 rattaché à la VIF du 31 décembre 2016 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

**Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle** impactent la VIF à hauteur de + 215 M€ et proviennent principalement des dotations de provisions et PPE insuffisamment anticipées dans le contexte économique de fin 2016 tout comme les effets de la stratégie de diversification (transferts Fourgous / Eurocroissance).

**Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle** conduisent à une baisse de - 187 M€ sur la VIF. Cette baisse s'explique principalement par la prise en compte des droits de résiliation annuelle en assurance emprunteur introduite par l' « Amendement Bourquin » en février 2017. Ce texte ouvre une faculté de résiliation à la date anniversaire du contrat, qui s'appliquera désormais aussi aux garanties sur les prêts en cours et non plus seulement l'année de souscription. Ce mécanisme entrant en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2018, les hypothèses de taux de résiliation retenues dans les projections ont été revues à la hausse expliquées principalement par la prise en compte des rachats potentiels. L'impact en Capital Requis s'explique par l'impact sur la VIF précitée et par la révision des lois biométriques et comportementales.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle** de + 1496 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de + 8,5 %).

France	2017	2016
MCEV N-1 ajustée	17 629	17 105
Contribution de l'activité opérationnelle	1 496	990
Operating MCEV Return	8,5%	5,8%

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 816 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ».

**Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique** se traduisent par une hausse de + 1 169 M€ de la MCEV portée principalement par la VIF en raison des niveaux des taux et volatilités actuels qui améliorent la rentabilité de l'épargne-retraite. Cette hausse se traduit aussi par une capacité de financement plus importante sur le Capital Requis qui se retrouve donc mécaniquement en forte baisse.

**Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** correspondent aux effets de la baisse du taux d'impôt sur les sociétés.

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

### 3.3 AMÉRIQUE LATINE

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

L'année 2017 est marquée par la progression de la collecte sur toutes les unités d'affaires (hormis la Santé) dans un contexte de renégociation des accords de distributions avec le réseau de la Caixa Economica Federal (CEF).

225 M€ VAN 2017  
32,6 % TAUX DE MARGE DES  
29 % AFFAIRES NOUVELLES  
DE LA VAN GROUPE

#### 3.3.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

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

(En M€, %)		2017	2016	VARIATION	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	260	158	103	65%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	0%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(13)	(8)	(5)	60%
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(23)	(4)	(19)	533%
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>225</b>	<b>146</b>	<b>79</b>	<b>54%</b>
APE	Primes Annualisées Equivalentes	690	501	189	38%
VAP	Valeur actuelle des Primes	3 434	2 150	1 283	60%
	<b>Taux de Marge</b>	<b>32,6%</b>	<b>29,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>12%</b>
	Ratio VAP	6,5%	6,8%	(0,2%)	(4%)

Le volume APE est en hausse de + 38 % par rapport à 2016 (+ 29 % à change constant et post restatement) résultant de la hausse des ventes sur la retraite individuelle expliquée par une surperformance des ventes liée aux objectifs commerciaux de la Caixa Economica Federal qui en a fait une priorité, Consorcios (Auto / MRH) avec une augmentation des points de vente et au lancement de campagnes commerciales, la prévoyance individuelle et le crédit à la consommation avec la création d'un nouveau produit et le lancement de campagnes commerciales. Le taux de change moyen retenu sur l'ensemble des éléments de flux du périmètre Amérique Latine est en baisse de - 7 % au cours de l'année 2017.

La VAP est globalement en hausse (+ 60 %) résultant d'un effet actualisation positif cumulé à une hausse des primes sur les branches longues comme l'assurance emprunteur et la retraite individuelle et un taux de change favorable.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en hausse de + 54 %, soit + 79 M€.

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	146		29,1%
Mise à jour du modèle et du périmètre	146	(0)	30,5%
Mise à jour du volume APE	197	52	30,5%
Mise à jour du Mix Segments	196	(1)	30,4%
Mise à jour de l'expérience	211	14	32,6%
Mise à jour des marchés financiers	211	1	32,7%
Mise à jour du taux d'impôt	211	0	32,7%
Mise à jour du taux de change	225	14	32,6%
Valeur des Affaires Nouvelles 2017	225	79	32,6%
Evolution	79		3,5%

- La mise à jour du volume APE (+ 52 M€) représente essentiellement des effets de variation de volume global de primes collectées sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes mesurées en normes comptables locales.
- La mise à jour du Mix Segments (- 1 M€) résulte en un impact négatif notamment à cause de la hausse des ventes sur des produits moins rentables.
- La mise à jour de l'expérience (+ 14 M€) est positive du fait de la prise en compte de l'expérience acquise sur les lois de sinistralité. Les incertitudes liées aux discussions en cours pour le renouvellement du partenariat au Brésil avec la CEF ont conduit à reconnaître un complément de CRNHR.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 1 M€) avec notamment la baisse des taux d'actualisation et des rendements financiers.
- Essentiellement sur le Brésil, la mise à jour du taux de change moyen (+ 14 M€) en baisse de - 7 % qui est de 3,6054 BRL /€ en 2017 contre 3,8561 BRL /€ en 2016.

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

Duration (années)	2017	2016
Epargne et Retraite	5,8	5,4
Prévoyance et Risque	3,9	4,0

### 3.3.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2017

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

	2017		2016		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	973	1,4	878	1,3	94	10,8%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	1 168	1,7	949	1,4	219	23,0%
Valeur Temps des Options & Garanties	(1)	(0,0)	(2)	(0,0)	0	(24,6%)
Coût de Friction du Capital Requis	(50)	(0,1)	(47)	(0,1)	(3)	6,5%
Coût des Risques Non-Couvrables	(144)	(0,2)	(22)	(0,0)	(121)	543,6%

La VIF (+ 973 M€), est en hausse de + 10,8 % par rapport à 2016, principalement suite à la revue des hypothèses non économiques à la baisse sur la retraite et l'emprunteur. Les incertitudes liées aux discussions en cours pour le renouvellement du partenariat au Brésil avec la CEF ont conduit à reconnaître un complément de CRNHR. La mise à jour du taux de change de clôture a un effet défavorable. En effet, le taux à décembre 2017 retenu pour les valeurs de clôture au Brésil s'établit à 3,9729 BRL/€ contre 3,4305 BRL/€ à fin 2016. Pour l'Argentine, le taux de change s'établit à 22,55 ARS/€ à fin 2017 contre 16,71 ARS/€ à fin 2016.

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2016	946	600	345	878	1 824
Ajustements initiaux	(186)	(164)	(21)	(22)	(208)
<b>MCEV 2016</b>	<b>760</b>	<b>436</b>	<b>324</b>	<b>856</b>	<b>1 616</b>
Contribution de la nouvelle production	0	(100)	100	225	225
Contribution du stock de contrats	25	25	0	164	188
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	244	296	(51)	(244)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	18	10	9	25	43
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	0	0	54	54
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>288</b>	<b>231</b>	<b>57</b>	<b>223</b>	<b>511</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(5)	(4)	(1)	38	34
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(6)	(6)	0	0	(6)
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>277</b>	<b>221</b>	<b>56</b>	<b>262</b>	<b>539</b>
Ajustements finaux	(165)	(115)	(50)	(145)	(310)
<b>MCEV 2017</b>	<b>873</b>	<b>542</b>	<b>331</b>	<b>973</b>	<b>1 845</b>

Les ajustements initiaux impactent la MCEV (- 208 M€) du fait du paiement des dividendes (182 M€) et de l'amélioration des modèles de projection sur la retraite.

La contribution de la nouvelle production est de + 225 M€ à l'évolution de la MCEV. Ces affaires nouvelles nécessitent une immobilisation de Capital Requis de + 100 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 188 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 164 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 25 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2017 rattaché à la VIF du 31 décembre 2016 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de + 25 M€.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle conduisent à une augmentation de la VIF de + 54 M€ expliquée par la révision des hypothèses non économiques. Les incertitudes liées aux discussions en cours pour le renouvellement du partenariat au Brésil avec la CEF ont conduit à reconnaître un complément de CRNHR.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 511 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de 31,6 %).

Amérique Latine	2017	2016
MCEV N-1 ajustée	1 616	1 018
Contribution de l'activité opérationnelle	511	315
Operating MCEV Return	31,6%	30,9%

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 231 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ».

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique ont un impact de + 34 M€ sur la MCEV, dont - 5 M€ sur l'ANR. Ce dernier est essentiellement lié aux moins-values sur les fonds propres. La baisse des taux au Brésil impacte positivement la VIF.

Les ajustements finaux correspondent aux effets du taux de change. La variation du taux de change brésilien est défavorable comme indiqué à la page précédente

### 3.4 EUROPE HORS FRANCE

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

Comme pour la France, l'année 2017 continue d'être caractérisée par un environnement de taux bas.

59 M€

19,1 %

8 %

VAN 2017  
TAUX DE MARGE DES  
AFFAIRES NOUVELLES  
DE LA VAN GROUPE

#### 3.4.1 VALEUR AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

		2017	2016	VARIATION	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	65	68	(3)	(4%)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(2)	(8)	6	(74%)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(1)	(0)	(1)	155%
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(3)	(2)	(1)	61%
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>1</b>	<b>2%</b>
APE	Primes Annualisées Equivalentes	309	300	8	3%
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 488	2 361	126	5%
	<b>Taux de Marge</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>(0,2%)</b>	<b>(1%)</b>
	Ratio VAP	2,4%	2,5%	(0,1%)	(3%)

Le volume APE en Europe hors France (+ 309 M€), en augmentation de 3 %, résulte des effets de collecte différents par pays dont notamment une baisse des ventes de CNP UniCredit Vita, compensée par une augmentation sur CNP Santander et l'introduction dans le périmètre de CNP Luxembourg.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle stable, à 59 M€ (soit + 1 M€).

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

(En M€, %)	VAN	VARIATION	TAUX DE MARGE
Valeur des Affaires Nouvelles 2016	58		19,3%
Mise à jour du modèle et du périmètre	52	(6)	16,3%
Mise à jour du volume APE	56	4	18,1%
Mise à jour du Mix Segments	62	7	20,2%
Mise à jour de l'expérience	58	(5)	18,7%
Mise à jour des marchés financiers	59	1	19,0%
Mise à jour du taux d'impôt	59	0	19,0%
Mise à jour du taux de change	59	0	19,1%
Valeur des Affaires Nouvelles 2017	59	1	19,1%
Evolution	1		-0,2%

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 6 M€) porte principalement sur la comptabilisation des activités de CNP Luxembourg et des améliorations liées à la modélisation des taux négatifs en Italie.
- La mise à jour du volume APE (+ 4 M€) représente des effets de variation de volume global de primes collectées sans prise en compte des modifications de répartition par segment et par produit. Les volumes pris en compte sont les volumes APE et sont établis à partir des primes mesurées en normes comptables locales. La hausse est principalement portée par les activités de CNP Santander et liée à la proportion de primes périodiques plus importante augmentant l'APE.
- La mise à jour du Mix Segments (+ 7 M€) résulte en un impact positif suite à la réorientation des ventes de l'épargne en euros vers l'épargne en unités de compte, en Italie et en Espagne.
- La mise à jour de l'expérience (- 5 M€) est négative notamment suite à la mise à jour des hypothèses sur CNP Santander.
- La hausse des taux couplée à la baisse de leur volatilité se traduit par une diminution du coût des options et garanties sur les contrats épargne-retraite (+ 1 M€).

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

Duration (années)	2017	2016
Épargne et Retraite	6,0	5,9
Prévoyance et Risque	2,5	2,8

### 3.4.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2017

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

	2017		2016		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	279	0,4	272	0,4	7	2,7%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	322	0,5	324	0,5	(2)	(0,8%)
Valeur Temps des Options & Garanties	(25)	(0,0)	(39)	(0,1)	13	(34,2%)
Coût de Friction du Capital Requis	(4)	(0,0)	(3)	(0,0)	(1)	39,1%
Coûts des Risques Non Réplicables	(13)	(0,0)	(10)	(0,0)	(2)	21,9%

La VIF Europe hors France (279 M€), est en hausse de + 2,7 % par rapport à 2016. La TVOG est en forte baisse en raison de l'amélioration de l'environnement économique en particulier en Italie, et compense la légère diminution de la PVFP (- 0,8 %).

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
<b>MCEV 2016</b>	<b>719</b>	<b>378</b>	<b>341</b>	<b>272</b>	<b>991</b>
Ajustements initiaux	5	0	5	1	6
<b>MCEV 2016</b>	<b>724</b>	<b>379</b>	<b>346</b>	<b>273</b>	<b>997</b>
Contribution de la nouvelle production	(28)	(136)	108	87	59
Contribution du stock de contrats	6	6	0	25	31
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	83	189	(106)	(83)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	7	9	(2)	2	9
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(1)	1	(1)	(1)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>68</b>	<b>67</b>	<b>1</b>	<b>31</b>	<b>99</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	2	35	(33)	11	14
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(1)	(26)	26	(36)	(37)
<b>Total MCEV earnings</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>(6)</b>	<b>6</b>	<b>76</b>
Ajustements finaux	0	0	(0)	0	0
<b>MCEV 2017</b>	<b>794</b>	<b>454</b>	<b>340</b>	<b>279</b>	<b>1 073</b>

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (+ 5 M€) principalement du fait du paiement du dividende en Italie (- 14 M€) ainsi qu'à Chypre (- 1 M€) et de l'introduction dans le périmètre de CNP Luxembourg (+ 20 M€). L'ajustement sur la VIF (+ 1 M€) correspond principalement à des améliorations de modèle en Espagne et en Italie, ainsi qu'à la mise à jour du taux d'imposition sur les produits vendus en Italie par CNP Partners.

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 59 M€, portée en majeure partie par la filiale CNP Santander et la filiale italienne CNP UniCredit Vita. Elle intègre le résultat net généré en 2017 par les affaires nouvelles pour - 28 M€ imputé à l'ANR, quasi exclusivement porté par la filiale italienne en raison du précompte de commissions sur les contrats d'épargne

en unités de compte. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 108 M€ en grande partie lié au business non vie de CNP Santander.

La contribution du stock de contrats (+ 31 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 25 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 6 M€). L'écoulement de la VIF permet de libérer 106 M€ au titre du Capital Requis et de transférer + 83 M€ vers l'ANR, portés par les résultats des stocks de la filiale italienne et de la filiale CNP Santander. Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2017 rattaché à la VIF de décembre 2016 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV. Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent sur l'ANR essentiellement de la maîtrise des frais et d'une sinistralité plus favorable sur CNP Santander.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de - 1 M€.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle de + 99 M€** sur la MCEV. (Operating MCEV Return de 9,9 %). L'OFCE est de + 67 M€.

Europe hors France	2017	2016
MCEV N-1 ajustée	997	903
Contribution de l'activité opérationnelle	99	97
Operating MCEV Return	9,9%	10,8%

Les **mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique** ont un impact de + 14 M€ sur la MCEV, dont + 2 M€ pour l'ANR, essentiellement lié aux plus-values sur les fonds propres de CNP Santander. L'impact sur la VIF de + 11 M€ et principalement porté par la filiale italienne suite à l'amélioration des conditions de marché sur le segment d'épargne en euros.



# 04

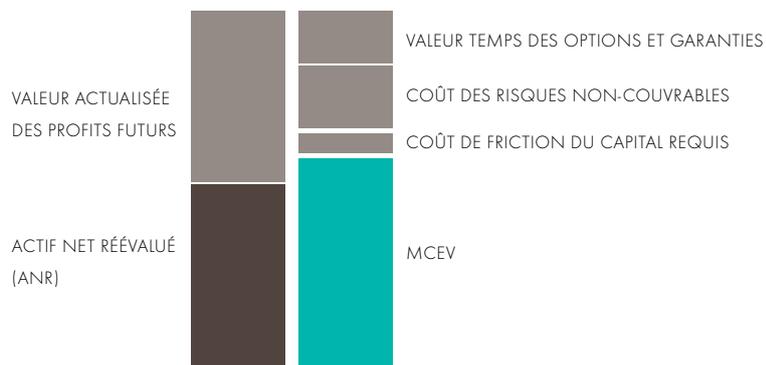
## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### MÉTHODOLOGIE

4.1	Actif Net Réévalué	43
4.1.1	Capital Requis	43
4.1.2	Free Surplus	43
4.2	Valeur de l'In Force (VIF)	44
4.2.1	Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP)	44
4.2.2	Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG)	44
4.2.3	Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)	45
4.2.4	Coût des Risques Résiduels Non-couvrables (CRNHR)	45
4.3	Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)	46
4.3.1	Définition des affaires nouvelles	46
4.3.2	Méthodologie d'évaluation	46

L'Embedded Value représente la valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation. Elle est calculée avant le versement des dividendes et des taxes afférentes à ces dividendes. Cette valeur exclut toute prise en compte des affaires futures c'est-à-dire des contrats commercialisés postérieurement à la date d'évaluation. La méthodologie retenue par le groupe CNP Assurances repose sur les principes MCEV®. Ce chapitre fournit des éléments d'information sur la manière dont ces principes sont appliqués par le groupe CNP Assurances.



## 4.1 ACTIF NET RÉÉVALUÉ

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

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

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

### 4.1.1 CAPITAL REQUIS

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

Le Capital Requis reflète le niveau de capital que se fixe le Groupe pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques ainsi que l'ensemble des autres éléments immobilisés.

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

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

### 4.1.2 FREE SURPLUS

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

## 4.2 VALEUR DE L'IN FORCE (VIF)

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

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

### 4.2.1 VALEUR ACTUALISÉE DES PROFITS FUTURS (PVFP)

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

La PVFP intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières sur les contrats en portefeuille. Les principales options et garanties financières prises en compte sont les suivantes :

- les garanties de taux (Taux Minimum Garanti) ;
- les garanties planchers des contrats en unités de compte ;
- les garanties de taux technique des rentes en service et garantie induite par le tarif d'acquisition du point pour le portefeuille Préfon et les autres produits L. 441 ;
- les options de participation aux bénéfices ;
- les options de rachat.

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

### 4.2.2 VALEUR TEMPS DES OPTIONS ET GARANTIES (TVOG)

La valeur temps des options et garanties financières (« TVOG ») est générée par l'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions des marchés financiers. La mise en œuvre de calculs stochastiques permet, sur base de simulations multiples, de balayer le champ des possibles en termes d'évolution des marchés financiers et donc de capter le coût lié aux options financières détenues par les assurés.

L'évaluation s'appuie sur un modèle stochastique basé sur une approche risque-neutre. Cette approche consiste à définir le prix d'un actif comme l'espérance de ses flux futurs actualisés au taux de référence. Les scénarios sont issus du générateur Barrie & Hibbert. Ce générateur économique permet de générer 1 000 scénarios projetant :

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

L'inflation est obtenue par différence entre les taux réels et les taux nominaux de maturité 1 an. Pour les entités européennes les taux de dividende des actions et de loyer de l'immobilier sont établis à 2,5 % de la juste valeur des actions et des biens immobiliers respectivement et sont supposés constants.

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.

#### 4.2.3 COÛT DE FRICTION DU CAPITAL REQUIS (FCRC)

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

Le coût des intérêts versés aux détenteurs de la dette subordonnée est pris en compte dans la valeur des affaires en portefeuille. L'approche retenue est la suivante : la valeur de référence des titres subordonnés est déterminée en référence à l'article 75 de la directive Solvabilité 2 et à la cinquième orientation de l'EIOPA. Elle consiste à retenir une évaluation des titres subordonnés tenant compte du spread à l'émission et tient compte des caractéristiques exactes des titres.

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

#### 4.2.4 COÛT DES RISQUES RÉSIDUELS NON-COUVRABLES (CRNHR)

Un coût doit être alloué au titre des risques financiers et non financiers non-couvrables. Ce coût résulte :

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

Le Groupe a retenu une approche de coût du capital pour évaluer ces risques résiduels non-couvrables. Le capital alloué au titre de ces risques est défini comme la contribution de chacun des risques spécifiés au niveau de fonds propres et selon Solvabilité 2.

## 4.3 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES (VAN)

### 4.3.1 DÉFINITION DES AFFAIRES NOUVELLES

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil et le volume des affaires nouvelles souscrites durant l'année 2017.

- **Épargne et Retraite Individuelle traditionnelle et en unités de compte :**

La nouvelle production est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants, sans hypothèse de récurrence des primes.

- **Retraite Collective :**

La nouvelle production des contrats de retraite collective est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Elle correspond aux contrats L. 441 et épargne-retraite collective en France et PGBL/VGBL (retraite en unités de compte) au Brésil.

- **Prévoyance Individuelle :**

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

- **Prévoyance Collective :**

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

- **Couverture de prêt :**

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

- **Autres Produits :**

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

### 4.3.2 MÉTHODOLOGIE D'ÉVALUATION

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

#### Deux méthodes existent traditionnellement pour mesurer cette contribution :

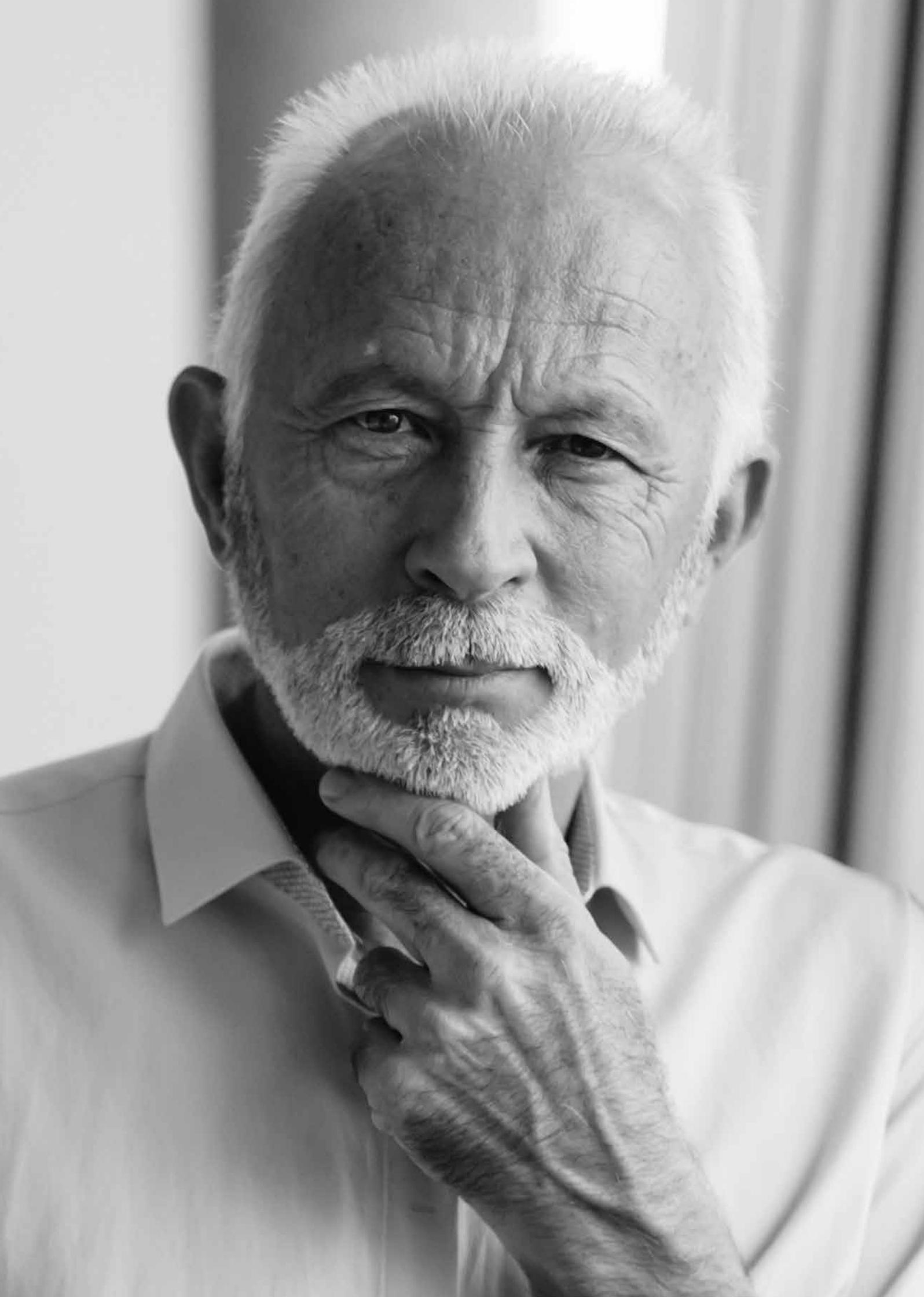
- **la méthode « stand alone » :** la valeur des affaires nouvelles est mesurée sans prendre en compte d'effet de mutualisation avec les contrats en stock et une partie des plus ou moins values latentes des actifs en représentation du stock ;
- **la méthode « marginale » :** la valeur des affaires nouvelles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

#### Le Groupe retient : une méthode marginale pour l'évaluation de sa VAN mais qui se décline opérationnellement de manière différenciée en fonction des produits :

- pour l'ensemble des portefeuilles hors épargne traditionnelle, aucune richesse latente n'est prise en compte dans la détermination de la VAN, et les primes des affaires nouvelles

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

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



# 05

## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### HYPOTHÈSES

5.1	Hypothèses Economiques	49
5.1.1	Courbe des taux de référence	49
5.1.2	Calibrage du modèle de taux	50
5.1.3	Calibrage du modèle actions	51
5.1.4	Calibrage des autres indices diversifiés	51
5.1.5	Calibrage du modèle de spread de crédit corporate	51
5.1.6	Taux de change	52
5.1.7	Taux d'imposition	52
5.1.8	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables	52
5.1.9	Taux de financement des titres subordonnés	52
5.2	Hypothèses non économiques	53
5.2.1	Hypothèse des frais	53
5.2.2	Hypothèses de sinistralité et de persistance	53
5.2.3	Décisions de gestion futures et réactions des assurés	53

## 5.1 HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES

Les calculs d'Embedded Value reposent sur des hypothèses financières déterminées à partir des conditions de marché au 31 décembre 2017.

### 5.1.1 COURBE DES TAUX DE RÉFÉRENCE

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

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

MATURITÉ	TAUX EN €	TAUX EN €	TAUX EN BRL	TAUX EN BRL
	au 31/12/2017	au 31/12/2016	au 31/12/2017	au 31/12/2016
1	-0,36%	-0,30%	6,75%	10,41%
2	-0,25%	-0,26%	7,72%	10,01%
5	0,21%	-0,02%	9,49%	10,38%
10	0,80%	0,57%	10,20%	10,44%
15	1,18%	0,96%	10,00%	10,10%
20	1,36%	1,12%	9,46%	9,50%
30	1,96%	1,76%	8,41%	8,42%
Taux forward ultime	4,20%	4,20%	5,20%	5,20%
Point d'entrée de l'extrapolation	20 ans	20 ans	10 ans	10 ans
Durée de convergence	40 ans	40 ans	50 ans	50 ans

Sur la zone euro la courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 4,2 %. Pour le Brésil, le point d'entrée se situe à 10 ans et la courbe des taux converge sur 50 ans vers le taux forward ultime à 5,2 %.

Pour déterminer la courbe des taux de référence, le Groupe a choisi de s'aligner sur les exigences de la réglementation prudentielle Solvabilité 2, et d'ajuster la courbe de taux swaps – lorsque cela est permis – avec une correction de risque de crédit (« credit risk adjustment ») et une correction pour volatilité (« volatility adjustment ») selon les exigences réglementaires prudentielles. Aucun ajustement égalisateur (« matching adjustment ») n'a été retenu pour les entités du Groupe. Les niveaux des corrections de risque de crédit et de correction pour volatilité au 31/12/2017 pour les différentes zones au sein de la zone euro sont présentés dans le tableau ci-après :

Ajustements (bps)	France	Italie	Espagne	Irlande	Luxembourg	Chypre	Brésil
CRA	10	10	10	10	10	10	35
VA	4	-	4	-	4	-	n.a

Pour rappel au 31/12/2016, la correction pour volatilité était de 13 bps pour la zone euro et la correction de risque de crédit de 10 bps. En fonction des spécificités des superviseurs locaux, des ajustements aux courbes des taux et notamment le recours à une « volatility adjustment » sont soumis au superviseur dans le cadre Solvabilité 2. Si la courbe de référence reste identique par zone monétaire, le recours à un « volatility adjustment » dépend des exigences locales et des activités et n'est pas systématique sur l'ensemble du Groupe.

### 5.1.2 CALIBRAGE DU MODÈLE DE TAUX

Le modèle de génération retenu pour les taux nominaux se base sur le Libor Market Model Plus (LMM+) à deux facteurs. Le calibrage se base sur les volatilités de swaptions à la monnaie et en dehors de la monnaie (source Bloomberg) dont les volatilités 10Y swaption ATM de marchés sont les suivantes :

Terms	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
MCEV 31/12/2016 (normales)	0,65%	0,69%	0,75%	0,73%	0,69%	0,65%	0,60%	0,55%
MCEV 31/12/2017 (normales)	0,45%	0,53%	0,62%	0,65%	0,62%	0,57%	0,52%	0,48%

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

### 5.1.3 CALIBRAGE DU MODÈLE ACTIONS

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

Les paramètres de volatilité ont été calibrés à partir des volatilités implicites ATM forward sur l'indice Eurostoxx 50 au 31 décembre 2017.

Terms	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV 31/12/2016	20,3%	21,4%	22,3%	22,8%
MCEV 31/12/2017	16,1%	17,1%	19,2%	20,8%

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

### 5.1.4 CALIBRAGE DES AUTRES INDICES DIVERSIFIÉS

Deux autres indices de diversifications sont calibrés dans le modèle de projection. Il s'agit de l'indice immobilier et de l'indice Equity Minimum Variance pour lesquels les volatilités considérées sont respectivement de 7 % et de 14,45 %.

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

### 5.1.5 CALIBRAGE DU MODÈLE DE SPREAD DE CRÉDIT CORPORATE

Le groupe CNP Assurances a intégré en 2015 un modèle de diffusion des spreads de crédit corporate, le modèle Credit G2 (JLT). Les paramètres du modèle sont calibrés afin de reproduire le niveau de spread d'une obligation de notation A et de maturité 7 ans (34 bps au 31 décembre 2017) avec la matrice de transition historique suivante:

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

### 5.1.6 TAUX DE CHANGE

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

	Spot		Moyen	
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017
Brésil (BRL / €)	3,4305	3,9729	3,8561	3,6054
Argentine (ARS / €)	16,7049	22,5520	16,3463	18,7477
Norvège (NOK / €)	0,1100558	0,1016229	n.a	n.a
Suède (SEK / €)	0,1046846	0,1015868	n.a	n.a
Pologne (PLN / €)	0,2267419	0,2394063	n.a	n.a
Danemark (DKK / €)	0,1345098	0,1343201	n.a	n.a

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

### 5.1.7 TAUX D'IMPOSITION

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

Terms	France	Italie	Luxembourg	Espagne	Chypre	Brésil	Argentine	Irlande
MCEV 31/12/2016	30,25%	30,82%	n.a	25%	12,50%	45% <sup>(3)</sup>	35%	12,50%
MCEV 31/12/2017	27,45% <sup>(1)</sup>	30,82%	27,08% <sup>(2)</sup>	25%	12,50%	45% <sup>(3)</sup>	35%	12,50%

(1) Taux moyen tenant compte de la dégressivité apportée par les lois de finance 2017 et 2018 ; le taux passe à 25 % d'ici 2022

(2) Le taux d'impôt est de 27,08 % en 2017 et de 26,01 % à partir de 2018

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

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

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

Le taux appliqué au capital alloué au titre des risques non modélisés et des risques asymétriques a été fixé à 5 %. Le capital alloué au titre de l'incertitude sur l'établissement des hypothèses subit un coût de friction. En moyenne, le taux appliqué au capital est de 2,5 % au 31 décembre 2017 (2,5 % au 31 décembre 2016).

### 5.1.9 TAUX DE FINANCEMENT DES TITRES SUBORDONNÉS

Ceux-ci permettent de couvrir 60 % (moyenne sur le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2017 au niveau de l'entité CNP Assurances.

## 5.2 HYPOTHÈSES NON ÉCONOMIQUES

### 5.2.1 HYPOTHÈSE DES FRAIS

Le Groupe produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau. Ces assiettes de frais sont ensuite projetées à partir de drivers pertinents. Au 31 décembre 2017, un taux d'inflation annuel entre 1 % et 1,5 % pour les entités européennes a été retenu pour les drivers n'incluant pas déjà une inflation implicite. En Amérique Latine une courbe de l'inflation est utilisée, en cohérence avec le marché local.

### 5.2.2 HYPOTHÈSES DE SINISTRALITÉ ET DE PERSISTANCE

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

### 5.2.3 DÉCISIONS DE GESTION FUTURES ET RÉACTIONS DES ASSURÉS

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

Dans les environnements les plus singuliers, telles que les situations de taux courts et longs négatifs durables, la stratégie d'investissement se voit modulée par l'ajustement de l'allocation entre classes d'actifs visant la réduction de l'exposition aux risques actions ou de taux. Dans ce contexte, des actions sont conduites également sur le portefeuille d'épargne pour en alléger la charge. En cohérence avec les décisions de gestion futures, des réactions des assurés sont anticipées.



# 06

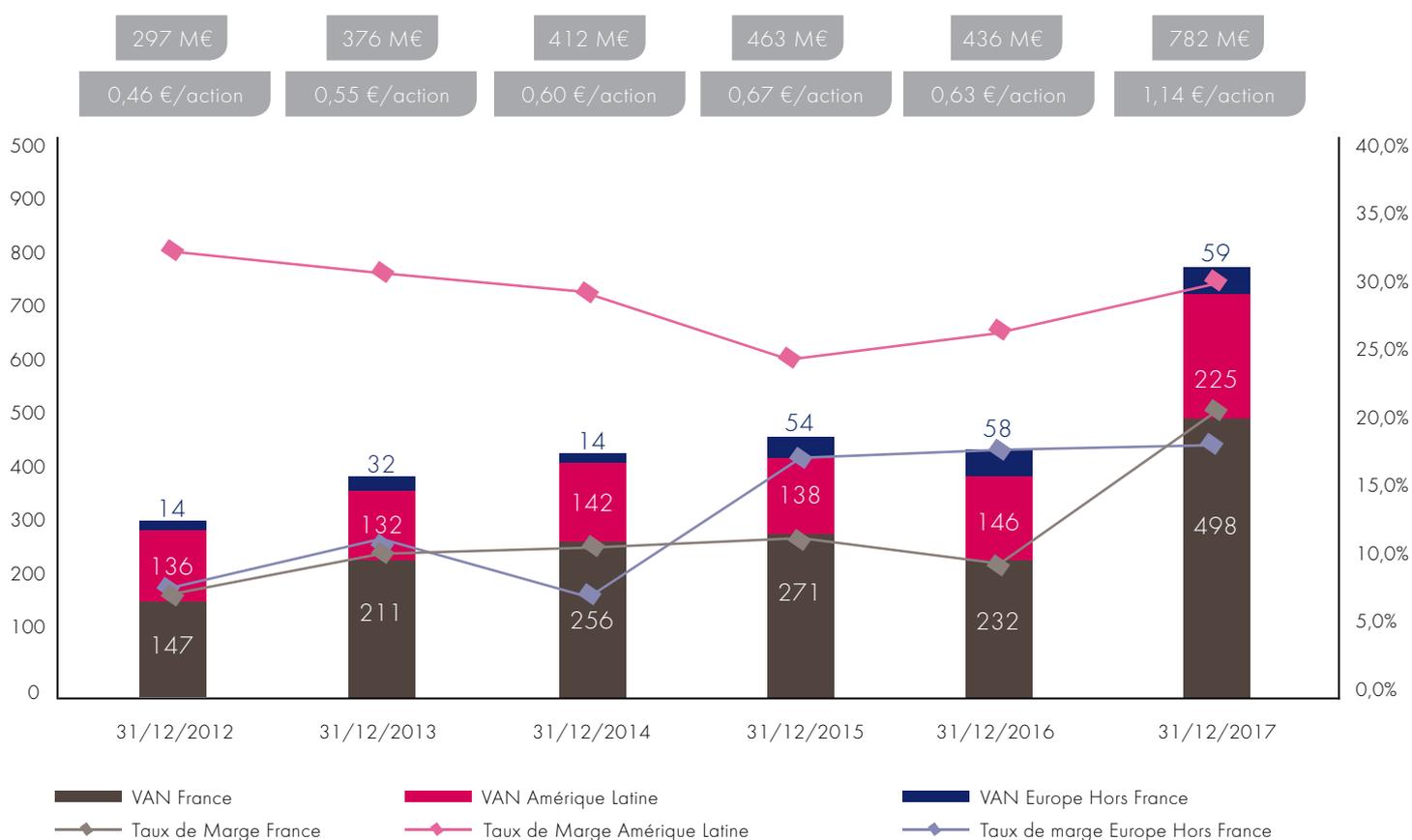
## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### ÉVOLUTION DE LA MCEV<sup>©</sup> DEPUIS 2012

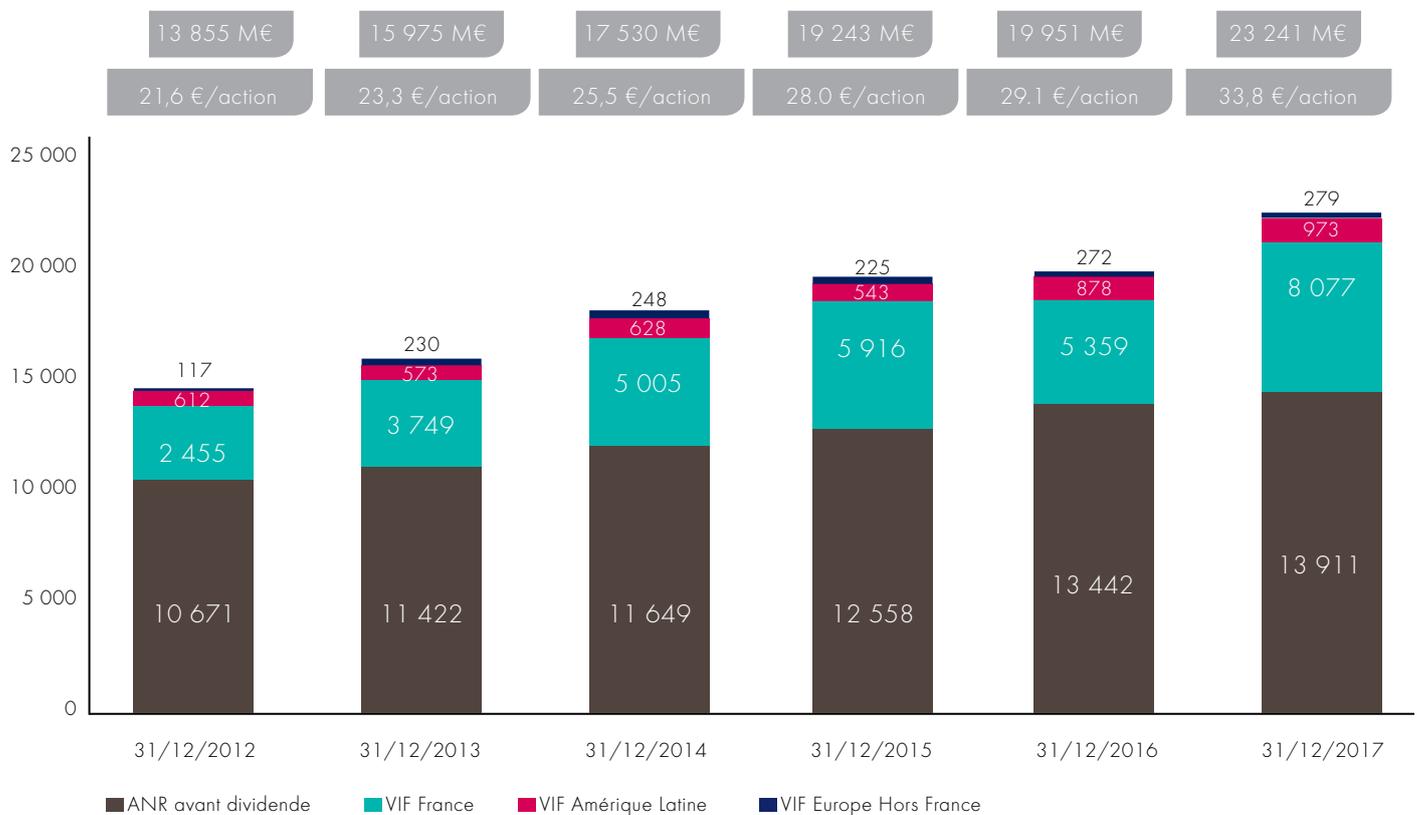
6.1	Historique de VAN (en M€ et Taux de Marge en %)	56
6.2	Historique de MCEV (en M€)	57

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



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

## 6.2 HISTORIQUE DE MCEV (EN M€)





07

**RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE**

---

OPINION EXTERNE SUR  
L'EMBEDDED VALUE



## EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2017

**CNP ASSURANCES**  
**4 PLACE RAOUL DAUTRY**  
**75716 PARIS CEDEX 15**

### A l'attention du Directeur Général Adjoint de CNP Assurances

En notre qualité de commissaires aux comptes de CNP Assurances et en réponse à votre demande, nous avons établi le présent rapport sur l'information relative à la Market Consistent Embedded Value (MCEV©) et ses composantes, la valeur des affaires nouvelles, l'analyse de mouvements et les sensibilités au 31 décembre 2017 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l'« Information MCEV© »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2017 établi par CNP Assurances (ci-après désigné « Rapport EV ») et joint au présent rapport.

Le Rapport EV, l'Information MCEV© et les hypothèses sur lesquelles elle repose ont été établis sous la direction de CNP Assurances. Les méthodes et les principales hypothèses retenues sont détaillées dans le Rapport EV.

Il nous appartient, sur la base de nos travaux, d'exprimer une conclusion sur la cohérence des résultats de l'Information MCEV© avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction en application des principes 1 à 16 de la MCEV© et du guide d'application publiés par le CFO Forum en mai 2016, ainsi que sur la cohérence de l'information comptable utilisée dans la détermination de l'Information MCEV© avec celle des états financiers consolidés de CNP Assurances au 31 décembre 2017.

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

#### Nos travaux ont consisté à :

- Prendre connaissance des procédures permettant l'établissement de l'Information MCEV©
- Vérifier l'approche «Market Consistent» retenue par la direction et décrite dans le Rapport EV au regard de sa cohérence avec les principes MCEV© et le guide d'application publiés par le CFO Forum,
- Vérifier la conformité de la méthodologie appliquée pour l'établissement de l'Information MCEV© avec celle décrite dans le Rapport EV,
- Vérifier la cohérence d'ensemble des données financières utilisées et leur cohérence avec les données observables de marché,

- Vérifier la cohérence des hypothèses techniques retenues au regard de l'expérience passée, actuelle, et attendue dans le futur,
- Vérifier la cohérence des résultats présentés dans l'Information MCEV© avec la méthodologie et les hypothèses décrites dans le Rapport EV,
- Vérifier la cohérence des données comptables utilisées pour préparer l'Information MCEV© avec les états financiers consolidés et les livres comptables sous-jacents au 31 décembre 2017,
- Obtenir l'information et les explications que nous avons jugées nécessaires.

Nous rappelons que l'Embedded Value est calculée sur la base d'hypothèses et de prévisions, notamment en matière de décisions de gestion futures par la direction et de comportement des assurés, présentant par nature un caractère incertain et qui sont susceptibles d'évoluer en fonction des changements d'environnement. Par conséquent les résultats réels pourront différer de ceux attendus dans l'Information MCEV©. Nous n'exprimons ainsi aucune conclusion sur la possibilité de réalisation des prévisions.

Sur la base de nos travaux, nous n'avons pas d'observations à formuler sur :

- la cohérence des résultats de l'Information MCEV© au 31 décembre 2017 présentés dans le rapport EV avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction en application des principes 1 à 16 de la MCEV© et du guide d'application publiés par le CFO Forum en mai 2016 ;
- la cohérence de l'information comptable utilisée dans la détermination de l'Information MCEV© avec celle des états financiers consolidés de CNP Assurances au 31 décembre 2017, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification début mars 2018.

Ce rapport est régi par la loi française

Neuilly-sur-Seine et Courbevoise, le 21 février 2018

Pricewaterhouse Coopers Audit / Mazars

Bénédicte Vignon - Eric Demerlé - Olivier Leclerc - Grégory Boutier



# 08

## RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

---

### ANNEXES

Annexe A: Glossaire  
Annexe B : Périmètre

63  
65

## ANNEXE A : GLOSSAIRE

### ACTIF NET RÉÉVALUÉ (ANR)

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

### ANNUEL PREMIUM EQUIVALENT (APE)

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

### COÛT DE FRICTION DU CAPITAL REQUIS (FCRC)

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

### COUT DES RISQUES RÉSIDUELS NON-COUVRABLES (CRNHR)

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

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

### EIOPA

European Insurance and Occupational Pension Authority,

### EVOLUTION À CHANGE CONSTANT

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

### EVOLUTION À PÉRIMÈTRE CONSTANT

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

### FREE SURPLUS

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

### IFRS

International Financial Reporting Standards.

### MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE (MCEV)

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

### OPERATING FREE CASH-FLOW (OFCF)

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

### SOLVENCY CAPITAL REQUIREMENT (SCR)

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

### TAUX DE MARGE SUR AFFAIRES NOUVELLES OU RATIO APE

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

### VALEUR TEMPS DES OPTIONS ET GARANTIES FINANCIÈRES (TVOG)

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

### TAUX FORWARD ULTIME (UFR)

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

### VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES (VAN)

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

### VALEUR DE L'IN FORCE (VIF)

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

## ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

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

Les principales modifications du périmètre du Groupe au cours de 2017 sont :

- l'entrée de la filiale CNP Luxembourg spécialisée dans l'épargne patrimoniale ;
- intégration d'ITV et Préviposte dans CNP Assurances ;
- la consolidation de la filiale Arial CNP Assurances spécialisée dans le domaine de la retraite supplémentaire d'entreprise et détenue par CNP Assurances et AG2R La Mondiale.

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

assurer tous les avenirs