RAPPORT SUR L'EMBEDDED VALUE

31 décembre 2018

CNP assurances

SOMMAIRE

1

INTRODUCTION

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

2

RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2018

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 2018 15
2.3.1 Actif Net Réévalué 16
2.3.2 Analyse des écarts de la MCEV 17
2.3.3 Analyse des écarts du Free Surplus 19
2.4 Implied Discount Rate 20
2.5 Sensibilités 21

3

RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

3.1 Aperçu 25
3.2 France 27
3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles 27
3.2.2 MCEV au 31 décembre 2018 29
3.3 Amérique Latine 32
3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles 32
3.3.2 MCEV au 31 décembre 2018 34
3.4 Europe Hors France 36
3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles 36
3.4.2 MCEV au 31 décembre 2018 38

4

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

5

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

6

ÉVOLUTION DE LA MCEV DEPUIS 2013

6.1 Historique de VAN 56
6.2 Historique de MCEV 57

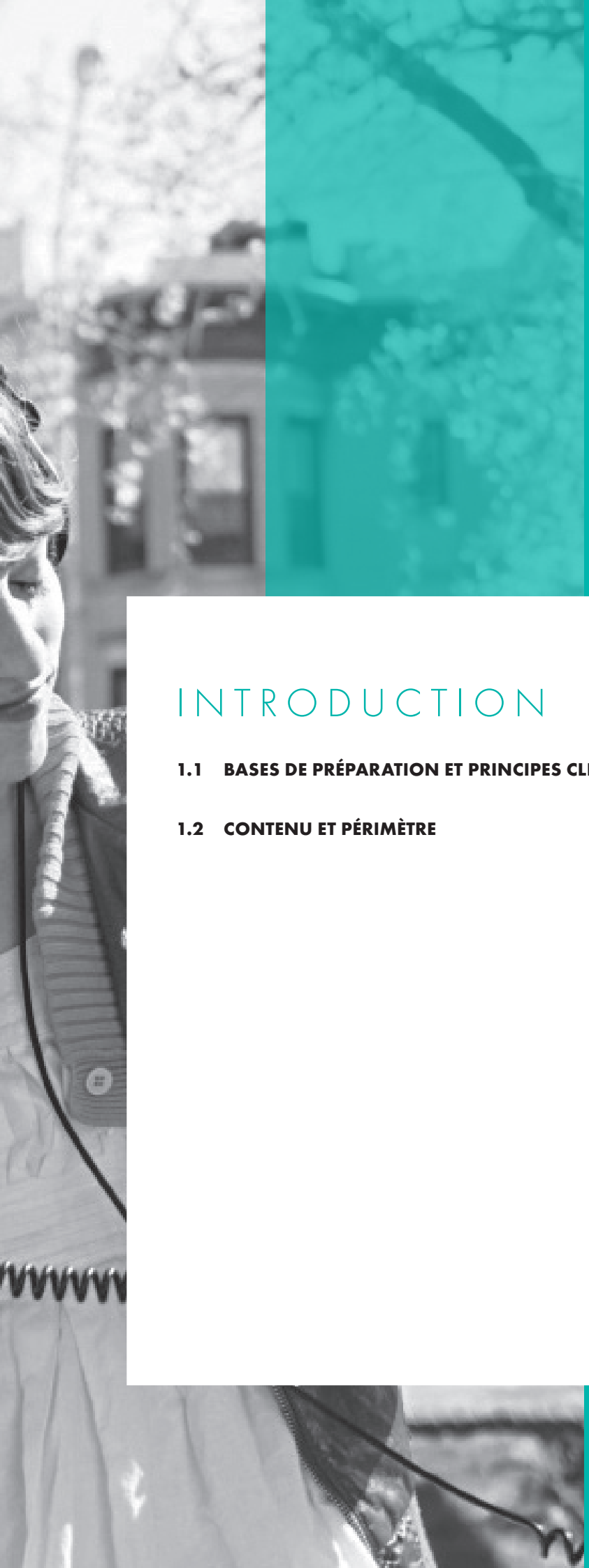
7

OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE 60

8

ANNEXES

Annexe A : Glossaire 63
Annexe B : Périmètre 65



1

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 2018. 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 2018. Cependant, les informations contenues dans ce rapport ne sont pas directement comparables aux informations financières établies selon les normes IFRS. Elles ne constituent pas non plus une évaluation de la valeur du Groupe ou d'une partie du Groupe telle qu'elle pourrait être établie dans le cadre d'une transaction : d'autres méthodes d'évaluation pourraient alors être utilisées.

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

La méthodologie, les hypothèses et les résultats de la MCEV 2018 ont fait l'objet d'une revue conjointe par les cabinets d'audit PwC et Mazars, qui sont également auditeurs des états financiers du groupe CNP Assurances et dont l'opinion est jointe en fin de rapport.

Présentation de la MCEV

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

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

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

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

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

1.2 CONTENU ET PÉRIMÈTRE

Description du rapport

Ce rapport présente les résultats, les méthodes et les hypothèses retenues pour calculer l'Embedded Value du Groupe et préparer l'information sur l'Embedded Value au 31 décembre 2018. Il est structuré autour des sections suivantes :

Section 1 : Bases de préparation et Principes clés

Section 2 : Résultats du Groupe au 31 décembre 2018

Section 3 : Résultats détaillés par zone géographique

Section 4 : Méthodologie

Section 5 : Hypothèses

Section 6 : Evolution de la MCEV depuis 2013

Section 7 : Opinion externe sur l'Embedded Value

Annexes

Périmètre

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

- des produits d'Épargne traditionnelle et en unités de compte ;
- des produits de capitalisation ;
- des produits de Retraite incluant des rentes viagères immédiates et différées ;
- des produits d'assurance Emprunteur sur des prêts à la consommation et immobiliers ;
- des produits de Prévoyance et de Santé ;
- des autres produits liés aux produits précédents.

Les affaires couvertes par la MCEV concernent toutes les activités d'assurances de personnes des entités du Groupe et les activités liées qui contribuent significativement à la valeur. Le périmètre couvert et ses modifications par rapport au périmètre de la MCEV au 31 décembre 2017 sont présentés en détail dans l'Annexe B.

2

RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2018

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 2018	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 2018 a été marquée par plusieurs événements significatifs :

La conclusion d'un accord engageant au Brésil

CNP Assurances a conclu en août 2018 un protocole d'accord engageant qui lui permettra de distribuer de manière exclusive au Brésil dans le réseau de la Caixa Econômica Federal (CEF) jusqu'en février 2041, sur le périmètre Prévoyance, Emprunteur consommation et Retraite (Vida, Prestamista, Previdência).

Cet accord devra être mis en œuvre à travers une nouvelle société d'assurance commune qui sera créée à cet effet par CNP Assurances et Caixa Seguridade (droit de vote de CNP Assurances de 51 % et droit économique de 40 %). CNP Assurances continuera de détenir 51,75 % de CSH, la filiale commune déjà existante avec Caixa Seguridade. CSH conservera l'intégralité de ses activités actuelles au Brésil distribuées en dehors du réseau de la CEF et continuera à développer une stratégie multicanale. CNP Assurances s'est engagé à renoncer aux droits actuels de distribution exclusifs de sa filiale CSH sur les autres produits d'assurance Emprunteur immobilier (Hipotecario), crédit (Consórcio), Épargne (Capitalização), assurance IARD, Santé (Saúde), assurance dentaire (Odonto) si la commercialisation de ces produits devait basculer vers d'autres sociétés désignées à cet effet par Caixa Seguridade. Les portefeuilles de contrats d'assurance afférents à ces produits et déjà souscrits par CSH ne seront pas impactés par l'accord et resteront au bilan de CSH. Ils pourraient éventuellement être vendus ultérieurement, sous réserve de discussions avec CEF et les sociétés qui commercialiseraient alors les produits d'assurance sur ces lignes d'activité.

L'accord prévoit le paiement par CNP Assurances d'un montant fixe de 4,65 MdsR$ à effectuer à la réalisation de la transaction une fois obtenu l'accord des autorités brésiliennes.

Ce montant a été déduit de l'ANR de la MCEV 2018 dans la mesure où il s'agit d'un engagement ferme et que CNP Assurances n'attend pas d'incidences particulières dans la levée des dernières autorisations à obtenir. De manière cohérente, le changement de quote-part économique a été pris en compte au niveau de la valeur de l'In Force et des Affaires Nouvelles du périmètre concerné.

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 ses dépenses, de tarification, de conception des produits et de stratégie commerciale.

Suite aux différentes communications en matière de décisions de gestion futures (comportements des assurés et stratégie financière), l'ACPR a manifesté sa volonté d'uniformiser les pratiques en termes de modélisation pour l'ensemble du marché. Au vu de cette nouvelle position adoptée par le régulateur, des adaptations des outils ont été réalisées pour la clôture de 2018.

2.1.2 Résultats globaux

La valeur des Affaires Nouvelles du Groupe s'établit à + 659 M€ en 2018, en baisse de - 15,7 %, soit - 123 M€ (- 11 % à change constant soit – 86 M€). La diminution de la VAN est essentiellement portée par la France (414 M€, soit - 17 %) et s'explique par un effet volume défavorable sur l'assurance Emprunteur, cohérent avec le recul du marché du crédit en France ainsi que les effets du run-off du partenariat avec Crédit Agricole. A noter également une diminution de la VAN au Brésil (- 47 M€) expliquée principalement par l'anticipation du changement de quote-part économique suite à la conclusion de l'accord engageant et un effet taux de change défavorable, malgré un effet opérationnel positif en lien avec une progression importante de la collecte sur la majorité des segments. Les volumes sont également en hausse sur le segment de l'Épargne (+ 33 % sur l'UC et + 52 % sur l'Euro) en Europe hors France.

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 21 862 M€, soit une baisse de - 1 379 M€ (- 6 %) au cours de la période dont - 1 616 M€ liés à des ajustements initiaux détaillés dans la section 2.3.2 ainsi qu'aux dividendes versés au titre de 2017 de - 577 M€, + 1 708 M€ au titre de la contribution opérationnelle, - 1 173 M€ au titre des effets économiques hors change, la baisse du taux d'imposition sur les sociétés, - 298 M€ dus aux effets de change.

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

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

(En M€, %)		2018	2017
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	659	782
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 090	3 316
VAP	Valeur Actuelle des Primes	26 126	28 201
	Taux de marge	21,3 %	23,6 %
	Ratio VAP	2,5 %	2,8 %

(En M€, %)		2018	2017
MCEV	MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE	21 862	23 241
VIF	Valeur de l'In Force	9 261	9 329
ANR	Actif Net Réévalué	12 600	13 911
	Rendement sur MCEV	7,9 %	10,4 %
IDR	Implied Discount Rate	7,5 %	7,2 %
OFCF	OPERATING FREE CASH FLOW	1 462	1 113
Dont les titres subordonnés		0	0

2.2 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES

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

		2018		2017		Variation	
		M€	€ par action[1]	M€	€ par action[1]	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	933	1,4	1094	1,6	(162)	-14,8 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(154)	(0,2)	(167)	(0,2)	13	-8,0 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(18)	(0,0)	(22)	(0,0)	4	-18,1 %
CRNHR	Coût des Risques Non-couvrables	(102)	(0,1)	(123)	(0,2)	21	-17,3 %
VAN	**VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES**	**659**	**1,0**	**782**	**1,1**	**(123)**	**-15,7 %**
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 090		3 316		(225)	-6,8 %
VAP	Valeur Actuelle des Primes	26 126		28 201		(2075)	-7,4 %
	Taux de marge	**21,3 %**		**23,6 %**		**-2,3 %**	**-9,6 %**
	Ratio VAP	2,5 %		2,8 %		-0,3 %	-9,0 %

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2017 et au 31 décembre 2018 : 686 618 477

La VAN Groupe est en baisse de - 123 M€ (- 15,7 %). Cette baisse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (PVFP) en baisse de – 14,8 % par rapport à 2017. Cela est dû principalement à la baisse des volumes sur l'Emprunteur en France ainsi qu'à l'anticipation de la prise en compte des nouveaux accords au Brésil.
- La Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG) est en baisse de - 8 % en raison de l'amélioration des conditions de marché avec notamment la hausse des taux sur les premières maturités et la baisse de la volatilité taux et action en zone euro.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (FCRC) est en baisse de - 18,1 % en lien avec la mise à jour du Capital Requis Solvabilité 2 et la baisse du taux d'imposition en France.
- Le Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR) est en baisse de - 17,3 % ce qui traduit la baisse des risques non financiers liés aux nouvelles souscriptions de l'exercice 2018.

Le volume APE Groupe (3 090 M€) est en baisse de - 6,8 % par rapport à 2017. Il est expliqué par :

- une collecte en baisse sur la France, notamment sur le segment de l'Emprunteur, suite à l'arrêt des Affaires Nouvelles sur le Crédit Agricole et à la baisse de la production de crédits pour les autres partenariats ;
- une collecte en hausse sur le périmètre Amérique Latine (+ 2,8 % à change constant) portée principalement par Capitalização et Consorcios (Auto / MRH). Hors prise en compte du changement de quote-part anticipé, la collecte est en hausse de + 17 % à change constant ;
- une collecte en hausse en Europe hors France, portée par les ventes sur le segment de l'Épargne en Italie, Espagne et au Luxembourg. Hausse des volumes sur l'entité irlandaise, portée par l'Espagne et l'intégration de l'Autriche dans le périmètre.

Le taux de marge du Groupe s'élève à + 21,3 % en 2018 contre + 23,6 % en 2017, en baisse de - 2,3 points. La baisse du taux de marge est essentiellement due à un effet Mix Segments défavorable suite à la baisse des volumes Emprunteur en France et à la prise en compte des nouveaux accords au Brésil.

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 2017	782		23,6 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	756	(26)	23,4 %
Mise à jour du volume APE	751	(6)	23,4 %
Mise à jour du Mix Segments	690	(61)	21,5 %
Mise à jour de l'expérience	686	(4)	21,4 %
Mise à jour des marchés financiers	698	12	21,8 %
Mise à jour du taux d'impôt	696	(2)	21,7 %
Mise à jour du taux de change	659	(37)	21,3 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2018	**659**	**(123)**	**21,3 %**

La VAN s'élève à + 659 M€ à fin 2018 contre + 782 M€ à fin 2017, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 26 M€) liée principalement à la prise en compte des nouveaux accords sur le périmètre renouvelé (JV1) au Brésil (VAN - 37 M€) et à la modélisation plus fine des produits de Retraite au Brésil (- 14 M€). Ces effets sont contrebalancés en partie par une meilleure appréhension de la fiscalité de CNP Assurances et la désactivation des décisions de gestion futures dans certains scénarios adverses (+ 25 M€).
- La mise à jour du volume APE (- 6 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 (- 61 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 sur des segments à moins forte rentabilité.
- La mise à jour de l'expérience (- 4 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 les effets favorables de la mise à jour des lois d'expérience sur la Retraite, la Prévoyance et l'Emprunteur consommation au Brésil, plus que contrebalancés par une dégradation de la sinistralité sur la Prévoyance Collective en France.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 12 M€) reflète les impacts liés à l'amélioration du niveau des taux et la baisse de la volatilité des taux et actions en zone euro. La baisse de la courbe de taux au Brésil impacte positivement la valeur.
- La mise à jour du taux d'impôt (- 2 M€) reflète l'impact de la baisse des plus-values latentes sur les actifs bénéficiant de taux réduits.
- La mise à jour du taux de change (- 37 M€) reflète l'évolution des taux de change moyens du Real brésilien et du Pesos Argentin contre l'Euro depuis les précédents calculs de référence de la VAN.

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

Duration (années)	2018	2017
Épargne et Retraite	15,7	14,1
Prévoyance et Risque	6,5	6,4*

**Calcul proforma de la duration sur la base des primes*

2.3 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2018

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV du Groupe au 31 décembre 2018 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV au 31 décembre 2017

	MCEV 2018 avant distribution de dividendes 2018		MCEV 2017 après distribution de dividendes 2017		Variation avant distribution de dividendes 2017		MCEV 2017 avant distribution de dividendes 2017	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
ANR - Actif Net Réévalué	**12 600**	**18,4**	**13 335**	**19,4**	**(734)**	**-6 %**	**13 911**	**20,3**
Capital Requis	1 917	2,8	2 577	3,8	(659)	-26 %	2 577	3,8
Free Surplus	10 683	15,6	10 758	15,7	(75)	-1 %	11 335	16,5
VIF – Valeur de l'In Force	**9 261**	**13,5**	**9 329**	**13,6**	**(68)**	**-1 %**	**9 329**	**13,6**
Valeur Actuelle des Profits Futurs	13 552	19,7	13 757	20,0	(206)	-1 %	13 757	20,0
Valeur Temps des Options & Garanties	(3 144)	(4,6)	(3 255)	(4,7)	110	-3 %	(3 255)	(4,7)
Coût de Friction du Capital Requis	(406)	(0,6)	(466)	(0,7)	59	-13 %	(466)	(0,7)
Coût des Risques Non-couvrables	(740)	(1,1)	(707)	(1,0)	(32)	5 %	(707)	(1,0)
MCEV – Market Consistent Embedded Value	**21 862**	**31,8**	**22 664**	**33,0**	**(802)**	**-4 %**	**23 241**	**33,8**

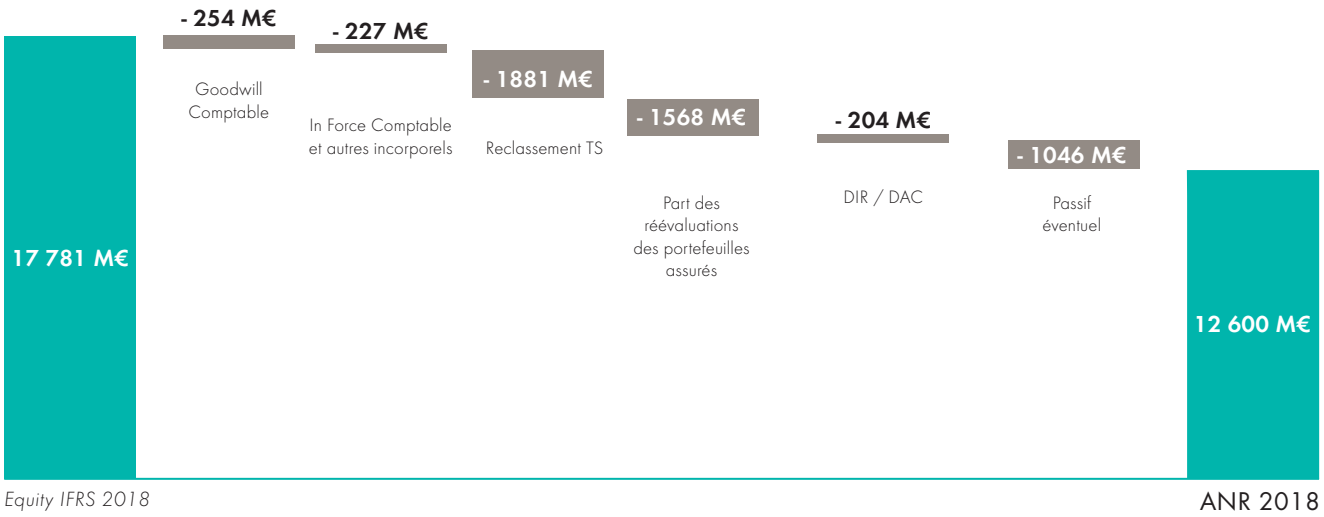
** Nombre d'actions au 31 décembre 2018 et au 31 décembre 2017 : 686 618 477*

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 2018 :



Equity IFRS 2018 ANR 2018

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 duration 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.
- Passif éventuel : CNP Assurances considère que l'anticipation du paiement relatif au renouvellement des accords du Brésil ne peut pas être intégrée aux excédents disponibles, ce paiement représentant un engagement ferme de la part du Groupe et ne constituant pas un engagement d'assurance. De ce fait, cette anticipation est déduite de l'ANR au 31/12/2018.

2.3.2 Analyse des écarts de la MCEV

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

(En M€)	ANR	Free Surplus	Capital Requis	VIF	MCEV
MCEV 2017	**13 911**	**11 335**	**2 577**	**9 329**	**23 241**
Ajustements initiaux	(1 928)	(2 121)	192	312	(1 616)
MCEV 2017 ajustée	**11 983**	**9 214**	**2 769**	**9 642**	**21 624**
Contribution de la nouvelle production	(54)	(485)	431	713	659
Contribution du stock de contrats	208	208	0	1 075	1 282
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 409	1 894	(485)	(1 409)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(140)	(184)	43	(112)	(252)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	29	(29)	19	19
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	**1 422**	**1 462**	**(40)**	**286**	**1 708**
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(542)	231	(773)	(525)	(1 067)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(80)	(80)	0	(25)	(105)
Total MCEV earnings	**800**	**1 612**	**(813)**	**(264)**	**536**
Ajustements finaux	(182)	(143)	(39)	(116)	(298)
MCEV 2018	**12 600**	**10 683**	**1 917**	**9 261**	**21 862**

Les ajustements initiaux recouvrent :

- l'anticipation du paiement relatif au renouvellement des accords au Brésil (- 4,65 Mds R$, soit - 1,05 Mds€ à fin 2018) ;
- les mouvements de capitaux et notamment le paiement du dividende Groupe de l'exercice 2017 qui impacte l'ANR (- 577 M€) ;
- les évolutions de modèle, et plus particulièrement la meilleure appréhension de la fiscalité de CNP Assurances atténuée par la désactivation des décisions de gestion futures dans certains scénarios adverses, ainsi que le changement de droit économique et les améliorations de modèle sur le Brésil (+ 312 M€) et une correction apportée sur les plus-values latentes prises en compte dans l'ANR.

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 659 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2018 par les Affaires Nouvelles pour - 54 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 431 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 282 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 075 M€) calculée au 31 décembre 2017 et du rendement projeté du Free Surplus (+ 208 M€) au 31 décembre 2017. Par ailleurs, le résultat 2018 rattaché à la VIF du 31 décembre 2017 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.

Aucun autre mouvement lié à l'activité opérationnelle n'a été constaté en 2018.

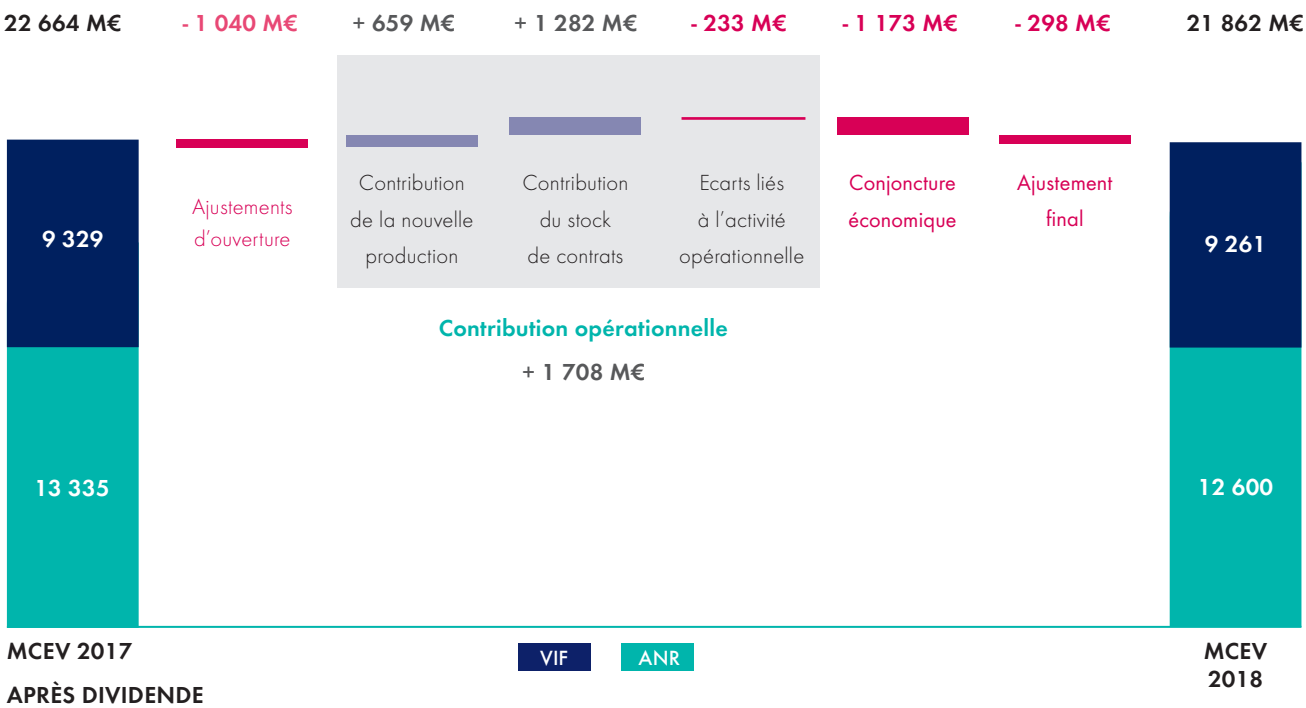
Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 1 708 M€ sur la MCEV. Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 462 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ». Son interprétation et le détail de son évolution sont présentés dans le paragraphe 2.3.3.

La conjoncture économique inclut :

- **Les mouvements liés à l'évolution du contexte économique** (- 1 067 M€) qui couvrent :
  - une hausse des taux sur les premières maturités, une baisse de la volatilité taux et action dans la zone euro ;
  - une baisse des taux au Brésil ;
  - les mouvements des marchés actions et immobilier ainsi que leur volatilité.
- **Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** (- 105 M€) résultent des écarts de fiscalité. Les ajustements finaux (- 298 M€) correspondent principalement aux effets de change, essentiellement ceux du Real brésilien.

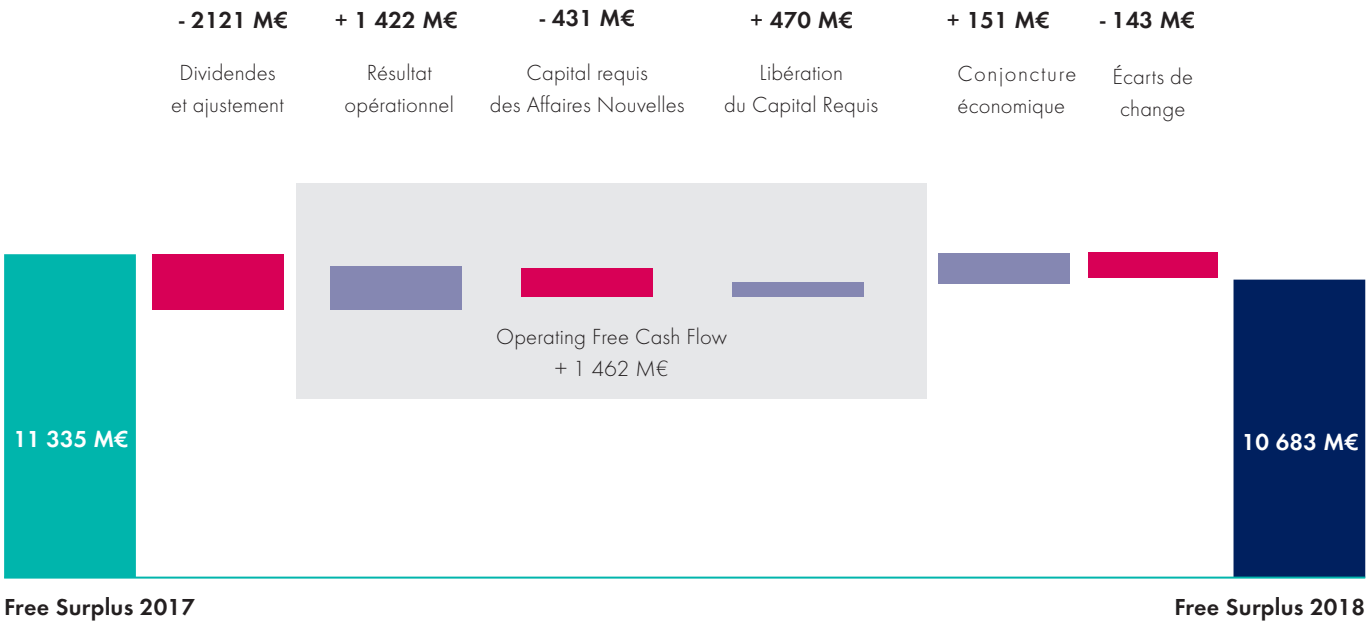
Une analyse détaillée par zone géographique est présentée dans la Section 3.

Le graphe suivant explicite le changement de valeur de la MCEV et de ses composantes (VIF et ANR) du 31 décembre 2017 au 31 décembre 2018 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 au 31 décembre 2018 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 10 683 M€, en baisse de - 652 M€ par rapport à 2017.

L'ajustement d'ouverture est de - 2 121 M€ et correspond principalement à l'anticipation du paiement relatif au renouvellement des accords au Brésil (- 1,05 Mds€ à fin 2018) ainsi qu'au paiement du dividende 2017 (- 577 M€). A cela s'ajoute une meilleure estimation sur les plus-values latentes des participations non cotées en France.

La contribution opérationnelle s'élève à + 1 462 M€ :

- un résultat opérationnel 2018 de + 1 422 M€ , en progression de + 5,6 % par rapport à 2017 ;
- une évolution du besoin en Capital Requis de + 39 M€, se décomposant en un besoin de - 431 M€ au titre des Affaires Nouvelles stable par rapport à 2017 et une libération de Capital Requis de + 470 M€ plus importante qu'en 2017 bénéficiant de l'effet base négatif, sur le Capital Requis 2017, de la revue des lois biométriques et comportementales.

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

La contribution économique est de + 151 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 2018 et au 31 décembre 2017 :

(En M€)	2018	2017
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 409	1 390
Produits financiers du Free Surplus	208	202
Libération de Capital Requis vers le Free Surplus	485	587
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(155)	(612)
Contribution attendue de l'In-Force	1 946	1 568
Capital requis au titre de la nouvelle production	(431)	(432)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(54)	(23)
Capital requis au titre des Affaires Nouvelles	(485)	(455)
OPERATING FREE CASH FLOW	1 462	1 113
Dont titres subordonnés	0	0

Au 31 décembre 2018, l'Operating Free Cash Flow est de + 1 462 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 de contrats en cours dans un référentiel « monde réel » comme pour une embedded value traditionnelle.

Au 31 décembre 2018, 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 2017).

Le taux IDR s'établit à + 7,5 % au niveau du Groupe au 31 décembre 2018 contre + 7,2 % au 31 décembre 2017.

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 évènements intervenant simultanément soit égal à la somme des sensibilités individuelles à chaque évènement. Pour les évènements 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	12 600	9 261	21 862	659
Courbe des taux + 50 bps	(238)	1 576	1 338	64
Courbe des taux - 50 bps	236	(2 107)	(1 872)	(125)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	-	(855)	(855)	(35)
Actions - 25 %	(983)	(1 661)	(2 644)	-
Rachats - 10 %	-	270	270	36
Coûts - 10 %	-	311	311	47
Minimum réglementaire de capital requis	-	62	62	5
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	-	(59)	(59)	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	-	219	219	59
Volatilité taux + 25 %	-	(1 073)	(1 073)	(62)
Volatilité actions + 25 %	-	(760)	(760)	(25)

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

Correction pour volatilité (VA) nulle :

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

Actions -25 % :

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

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

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

Rachats -10 % :

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

Coûts -10 % :

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

Sinistralité -5 % :

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

Minimum réglementaire de Capital Requis :

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

3

RÉSULTATS DÉTAILLÉS PAR ZONE GEOGRAPHIQUE

3.1 APERÇU 25

3.2 FRANCE 27

3.2.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES 27

3.2.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2018 29

3.3 AMÉRIQUE LATINE 32

3.3.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES 32

3.3.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2018 34

3.4 EUROPE HORS FRANCE 36

3.4.1 VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES 36

3.4.2 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2018 38

3.1 APERÇU

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

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

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN (En M€)	2017	498	225	59	782
	2018	414	178	67	659
	variation	(84)	(47)	8	(123)
En % de la VAN Groupe	2017	64 %	29 %	8 %	100 %
	2018	63 %	27 %	10 %	100 %
APE (En M€)	2017	2 317	690	309	3 316
	2018	2 101	591	399	3 090
	variation	(216)	(99)	90	(225)
Taux de marge (En %)	2017	21,5 %	32,6 %	19,1 %	23,6 %
	2018	19,7 %	30,1 %	16,9 %	21,3 %
	variation	(1,8%)	(2,5%)	(2,2 %)	(2,3 %)

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
MCEV (En M€)	2017	20 322	1 845	1 073	23 241
	2018	19 098	1 623	1 141	21 862
	variation	(1 224)	(222)	68	(1 379)
En % de la MCEV Groupe	2017	87 %	8 %	5 %	100 %
	2018	87 %	7 %	5 %	100 %
VIF (En M€)	2017	8 077	973	279	9 329
	2018	8 168	799	294	9 261
	variation	91	(174)	14	(68)
ANR (En M€)	2017	12 245	873	794	13 911
	2018	10 930	824	847	12 600
	variation	(1 316)	(49)	53	(1 311)

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VIF 2018	8 168	799	294	9 261
Courbe des taux + 50 bps	1 572	(14)	18	1 576
Courbe des taux - 50 bps	(2 095)	15	(28)	(2 107)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(855)	0	(0)	(855)
Actions - 25 %	(1 605)	0	(56)	(1 661)
Rachats - 10 %	217	45	8	270
Coûts - 10 %	283	15	13	311
Minimum réglementaire de Capital Requis	57	4	1	62
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(55)	0	(5)	(59)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité et invalidité	180	29	11	219
Volatilité taux + 25 %	(1 070)	0	(4)	(1 073)
Volatilité Actions + 25 %	(752)	0	(7)	(760)

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN 2018	**414**	**178**	**67**	**659**
Courbe des taux + 50 bps	63	(1,7)	2	64
Courbe des taux - 50 bps	(123)	1,8	(4)	(125)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(35)	0	(0)	(35)
Rachats - 10 %	19	15	3	36
Coûts - 10 %	35	6	5	47
Minimum réglementaire de Capital Requis	4	1	0	5
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(0)	0	(1)	(1)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	50	5	4	59
Volatilité taux + 25 %	(62)	0	(0)	(62)
Volatilité Actions + 25 %	(23)	0	(1)	(25)

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 2018 par la poursuite de la stratégie de diversification avec la transformation du stock d'Épargne par les transferts Fourgous et Eurocroissance.

Le recul de l'activité opérationnelle, notamment la baisse de production de crédit, s'est traduit par un impact défavorable sur les indicateurs MCEV.

414 M€ VAN 2018
19,7 % TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES
63 % DE LA VAN GROUPE

3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

		2018	2017	VARIATION	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	656	769	(112)	(15 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(151)	(165)	15	(9 %)
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(7)	(8)	1	(12 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(84)	(97)	12	(13 %)
VAN	**Valeur des Affaires Nouvelles**	**414**	**498**	**(84)**	**(17 %)**
APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 101	2 317	(216)	(9 %)
VAP	Valeur actuelle des Primes	20 105	22 280	(2 174)	(10 %)
	Taux de Marge	**19,7 %**	**21,5 %**	**(1,8 %)**	**(8 %)**
	Ratio VAP	2,1 %	2,2 %	(0,2 %)	(8 %)

Le volume APE en France (+ 2 101 M€), en baisse par rapport à 2017, est caractérisé par une stabilité de la collecte de l'Épargne. La proportion d'Épargne en unités de compte progresse de 1,5 point. A cela s'ajoute une baisse (- 40 %) de la collecte annualisée sur l'assurance Emprunteur expliquée notamment par l'arrêt de la commercialisation des Affaires Nouvelles pour le partenaire Crédit Agricole et le recul du marché du crédit sur les autres partenaires.

La Valeur des Affaires Nouvelles s'élève à + 414 M€ à fin 2018 contre + 498 M€ en 2017 soit une baisse de - 17 %.

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 2017	498		21,5 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	524	25	22,8 %
Mise à jour du volume APE	479	(45)	22,8 %
Mise à jour du Mix Segments	424	(55)	20,2 %
Mise à jour de l'expérience	408	(15)	19,4 %
Mise à jour des marchés financiers	416	8	19,8 %
Mise à jour du taux d'impôt	414	(2)	19,7 %
Mise à jour du taux de change	414	0	19,7 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2018	**414**	**(84)**	**19,7 %**
Variation	(84)		(1,8 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 25 M€) représente l'impact de l'ensemble des modifications survenues au cours de l'exercice 2018. Les évolutions de modèle de projection concernent principalement :
  - une meilleure appréhension de la fiscalité de CNP Assurances ;
  - la désactivation des décisions de gestion futures dans certains scénarios adverses.
- La mise à jour du volume APE (- 45 M€) retraduit la baisse constatée sur le volume APE en 2018, sans prise en compte des modifications de répartition par segments.
- La mise à jour du Mix Segments (- 55 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre les différents segments. Elle est impactée par la baisse des volumes sur l'assurance Emprunteur. Cette baisse est atténuée par la progression du volume de l'Épargne en unités de compte (effet favorable des transferts Fourgous et hausse de la collecte sur le segment haut de gamme).
- La mise à jour de l'expérience (- 15 M€) reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, essentiellement des hypothèses de sinistralité (légère dégradation sur la Prévoyance Collective), des hypothèses comportementales et des hypothèses de frais.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 8 M€) reflète les impacts liés à l'évolution des conditions de marché et notamment la baisse des volatilités sur 2018 qui se traduit par une baisse du coût de la garantie en capital sur les contrats d'Épargne et Retraite.
- La mise à jour du taux d'impôt (- 2 M€).

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

Duration (années)	2018	2017
Épargne et Retraite	15,7	14,1
Prévoyance et Risque	6,8	6,6*

**Calcul proforma de la duration sur la base des primes*

3.2.2 MCEV au 31 décembre 2018

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

	2018		2017		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	8 168	11,9	8 077	11,8	91	1,1%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	12 246	17,8	12 268	17,9	(22)	(0,2 %)
Valeur Temps des Options & Garanties	(3 114)	(4,5)	(3 228)	(4,7)	114	(3,5 %)
Coût de Friction du Capital Requis	(358)	(0,5)	(412)	(0,6)	54	(13,1 %)
Coût des Risques Non-couvrables	(606)	(0,9)	(551)	(0,8)	(55)	10,0 %

La VIF France (+ 8 168 M€) est en hausse de + 1,1 % par rapport à 2017 en raison des ajustements initiaux favorables (+ 421 M€), compensés par une contribution opérationnelle et des effets économiques défavorables en 2018.

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 2017	12 245	10 339	1 906	8 077	20 322
Ajustements initiaux	(1 752)	(1 947)	195	421	(1 331)
MCEV 2017 ajustée	**10 493**	**8 392**	**2 101**	**8 498**	**18 991**
Contribution de la nouvelle production	(13)	(226)	213	427	414
Contribution du stock de contrats	187	187	0	930	1 117
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 084	1 413	(330)	(1 084)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(157)	(189)	32	(37)	(194)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	20	(20)	18	18
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	**1 101**	**1 205**	**(104)**	**255**	**1 356**
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(508)	300	(808)	(547)	(1 055)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(56)	(56)	0	(25)	(81)
Total MCEV earnings	**537**	**1 449**	**(912)**	**(317)**	**220**
Ajustements finaux	(101)	(101)	0	(13)	(113)
MCEV 2018	**10 930**	**9 741**	**1 189**	**8 168**	**19 098**

France

Les ajustements initiaux impactent l'ANR (- 1 752 M€) et correspondent principalement à l'anticipation du paiement relatif au renouvellement des accords au Brésil (- 4,65 Mds R$, soit - 1,05 Mds€ à fin 2018). A cela s'ajoute la contribution de la France au paiement du dividende Groupe de l'exercice 2017 et une correction apportée sur les plus-values latentes prises en compte dans l'ANR. Le Capital Requis Solvabilité 2 est en hausse de + 195 M€ en raison des ajustements impactant à la hausse le capital réglementaire Solvabilité 2 (moins d'absorption des chocs suite à la baisse du taux d'impôt et moindre protection sur les scénarios défavorables avec la désactivation des décisions de gestion futures) non compensée par la hausse de la VIF.

Les évolutions de modèle de projection apportées en 2018 ayant impacté pour + 421 M€ la VIF concernent principalement la meilleure appréhension de la fiscalité de CNP Assurances avec la prise en compte de la dégressivité de l'imposition ainsi que la prise en compte des taux réduits sur les participations non cotées. A cela s'ajoute la désactivation des décisions de gestion futures dans certains scénarios adverses.

La contribution de la nouvelle production est de + 414 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2018 par les Affaires Nouvelles pour - 13 M€ ajouté à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 213 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 117 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 930 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 187 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2018 rattaché à la VIF du 31 décembre 2017 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la MCEV à hauteur de - 194 M€ et s'expliquent principalement par le renforcement de provisions sur l'Épargne non anticipé dans le résultat projeté.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle ont un impact de + 18 M€ sur la VIF.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle** de + 1 356 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de + 7,1 %).

France	2018	2017
MCEV N-1 ajustée	18 991	17 629
Contribution de l'activité opérationnelle	1 356	1 496
Operating MCEV Return	7,1 %	8,5 %

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 205 M€ dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ».

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique se traduisent par une baisse de - 1 055 M€ de la MCEV en raison principalement de la baisse des plus-values latentes actions. Ces effets marchés ont eu à l'inverse un impact favorable sur le Capital Requis (- 808 M€).

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (- 81M€) résultent des écarts de fiscalité.

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

3.3 AMÉRIQUE LATINE

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

L'année 2018 est marquée par la prise en compte des nouveaux accords de distribution avec le réseau de la Caixa Economica Federal (CEF) sur le périmètre renouvelé JV1 (Prestamista, Vida et Previdência) ainsi que par la mise à jour du taux de change qui impacte défavorablement la valeur des Affaires Nouvelles.

178 M€ VAN 2018
30,1 % TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES
27 % 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 :

		2018	2017	VARIATION	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	201	260	(59)	(23 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	0 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(10)	(13)	3	(22 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(13)	(23)	9	(41 %)
VAN	**Valeur des Affaires Nouvelles**	**178**	**225**	**(47)**	**(21 %)**
APE	Primes Annualisées Equivalentes	591	690	(99)	(14 %)
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 974	3 434	(460)	(13 %)
	Taux de Marge	**30,1 %**	**32,6 %**	**(2,5 %)**	**(8 %)**
	Ratio VAP	6,0 %	6,5 %	(0,6 %)	(9 %)

L'APE est en hausse sur le périmètre Amérique Latine (+ 2,8 % à change constant) portée principalement par Capitalização et Consorcios (Auto / MRH). Hors prise en compte du changement de quote-part anticipé, la collecte est en hausse de + 17 % à change constant.

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en baisse de - 21 %, soit - 47 M€. Hors prise en compte des effets des nouveaux accords au Brésil, la Valeur des Affaires Nouvelles est en baisse de - 4 %, soit 9 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 2017	**225**		**32,6 %**
Mise à jour du modèle et du périmètre	174	(51)	27,8 %
Mise à jour du volume APE	197	23	27,8 %
Mise à jour du Mix Segments	191	(6)	27,0 %
Mise à jour de l'expérience	207	16	29,2 %
Mise à jour des marchés financiers	215	8	30,3 %
Mise à jour du taux d'impôt	215	0	30,3 %
Mise à jour du taux de change	178	(37)	30,1 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2018	**178**	**(47)**	**30,1 %**
Evolution	(47)		(2,5 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (- 51 M€) est liée principalement à la prise en compte des nouveaux accords sur le périmètre renouvelé (JV1) au Brésil (VAN - 37 M€) et la modélisation plus fine des produits de Retraite et Prévoyance au Brésil (- 14 M€).
- La mise à jour du volume APE (+ 23 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 (- 6 M€) résulte en un impact négatif expliqué principalement par le segment Emprunteur : concurrence et durcissement de la politique d'octroi des crédits immobiliers au cours du premier semestre 2018.
- La mise à jour de l'expérience (+ 16 M€) est positive en raison du Mix Produits favorable porté essentiellement par l'Emprunteur (répartition immobilier/consommation) et le Retraite Individuelle, ainsi qu'une baisse des commissions en 2018.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 8 M€) est favorable liée à la baisse des taux en 2018.
- La mise à jour du taux de change moyen (- 37 M€) est défavorable. Ce dernier est respectivement, pour le Brésil et l'Argentine, de 4,3085 BRL/€ et 32,9896 ARS/€ en 2018 contre 3,6054 BRL/€ et 18,7477 ARS/€ en 2017.

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

Duration (années)	2018	2017
Épargne et Retraite	7,4	5,8
Prévoyance et Risque	3,9	3,9

3.3.2 MCEV au 31 décembre 2018

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

	2018		2017		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	799	1,2	973	1,4	(174)	(17,8 %)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	968	1,4	1 168	1,7	(200)	(17,1 %)
Valeur Temps des Options & Garanties	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	0	(9,2 %)
Coût de Friction du Capital Requis	(45)	(0,1)	(50)	(0,1)	5	(10,1 %)
Coût des Risques Non-Couvrables	(123)	(0,2)	(144)	(0,2)	21	(14,6 %)

La VIF (+ 799 M€) est en baisse de -174 M€ (- 17,8 %) par rapport à 2017, principalement en raison des ajustements initiaux (- 102 M€) liés au changement de quote-part (JV1), à la reprise en résultat (ANR) de la provision complémentaire en lien avec le changement de réglementation locale ainsi qu'aux améliorations du modèle. La mise à jour du taux de change de clôture (- 103 M€) a un effet défavorable.

Amérique latine

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 2017	**873**	**542**	**331**	**973**	**1 845**
Ajustements initiaux	(209)	(210)	2	(102)	(311)
MCEV 2017 ajustée	**664**	**331**	**332**	**871**	**1 535**
Contribution de la nouvelle production	(2)	(87)	84	180	178
Contribution du stock de contrats	14	14	0	127	141
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	250	302	(52)	(250)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	17	12	5	(84)	(67)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	1	(1)	3	3
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	**279**	**243**	**36**	**(25)**	**255**
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(13)	(13)	0	56	43
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(24)	(24)	0	0	(24)
Total MCEV earnings	**242**	**205**	**37**	**32**	**273**
Ajustements finaux	(81)	(43)	(39)	(103)	(185)
MCEV 2018	**824**	**493**	**331**	**799**	**1 623**

Les ajustements initiaux impactent la MCEV (- 311 M€) principalement du fait du paiement des dividendes (- 209 M€). L'amélioration des modèles de projection et le changement de QP (JV1) impactent également la MCEV à la baisse (- 102 M€).

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 178 M€. Ces Affaires Nouvelles nécessitent une immobilisation de Capital Requis de + 84 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 141 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 127 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 14 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2018 rattaché à la VIF du 31 décembre 2017 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de - 84 M€ suite à la reprise en résultat (ANR) de la provision complémentaire en lien avec le changement de réglementation locale.

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

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 255 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de 16,6 %).

Amérique Latine	2018	2017
MCEV N-1 ajustée	1 535	1 616
Contribution de l'activité opérationnelle	255	511
Operating MCEV Return	16,6%	31,6%

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 243 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 + 43 M€ sur la MCEV, dont - 13 M€ sur l'ANR. Ce dernier est essentiellement lié aux moins-values latentes sur les fonds propres et aux écarts entre les rendements projetés au titre de 2018 et les rendements réels. La baisse des taux au Brésil impacte positivement la VIF.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (- 24 M€) résultent des écarts de fiscalité.

Les ajustements finaux correspondent aux effets du taux de change. La variation des taux de change est défavorable en Amérique Latine 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, les Pays Nordiques et l'Autriche), CNP Luxembourg, CNP Partners et CNP Cyprus Insurance Holdings.

L'année 2018 est caractérisée par une hausse des volumes sur tous les segments.

67 M€	VAN 2018
16,9 %	TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES
10 %	DE LA VAN GROUPE

3.4.1 VALEUR AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

		2018	2017	VARIATION	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	75	65	10	16%
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(3)	(2)	(1)	75%
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(1)	(1)	0	(17%)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(4)	(3)	(0)	15%
VAN	**Valeur des Affaires Nouvelles**	**67**	**59**	**8**	**14 %**
APE	Primes Annualisées Equivalentes	399	309	90	29 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	3 047	2 488	560	22 %
	Taux de Marge	**16,9 %**	**19,1 %**	**(2,2 %)**	**(12 %)**
	Ratio VAP	2,2 %	2,4 %	(0,2 %)	(7 %)

Le volume APE en Europe hors France (+ 399 M€), en augmentation de 29 %, résulte de la hausse de la collecte pour l'ensemble des pays et en particulier de l'accélération de la collecte UC de CNP UniCredit Vita. A noter également le développement de CNP Luxembourg dont le chiffre d'affaires est en forte progression et l'intégration de l'Autriche dans le périmètre de CNP Santander.

La Valeur des Affaires Nouvelles est donc également en hausse, à 67 M€ (soit + 8 M€).

Europe Hors France

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 2017	**59**		**19,1 %**
Mise à jour du modèle et du périmètre	59	(0)	19,0 %
Mise à jour du volume APE	76	17	19,1 %
Mise à jour du Mix Segments	75	(1)	18,8 %
Mise à jour de l'expérience	71	(4)	17,7 %
Mise à jour des marchés financiers	67	(3)	16,9 %
Mise à jour du taux d'impôt	67	0	16,9 %
Mise à jour du taux de change	67	(0)	16,9 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2018	67	8	16,9 %
Evolution	8		-2,2 %

- La mise à jour du volume APE (+ 17 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 portée par les activités de CNP Unicredit Vita et plus particulièrement par le dynamisme du segment Épargne UC. Les volumes sont en hausse sur CNP Santander, en lien avec l'augmentation de la part des primes périodiques en Italie et en Pologne, ainsi qu'à l'introduction dans le périmètre de l'Autriche.
- La mise à jour du Mix Segments (- 1 M€) est faible sur cette exercice.
- La mise à jour de l'expérience (- 4 M€) est négative notamment en raison de la mise à jour des lois de mortalité sur CNP Unicredit Vita.
- La baisse des plus-values latentes obligataires en Italie impacte négativement la VAN des contrats en Épargne/Retraite (- 3 M€).

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

Duration (années)	2018	2017
Épargne et Retraite	5,3	6,0
Prévoyance et Risque	2,5	2,5

3.4.2 MCEV au 31 décembre 2018

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

	2018		2017		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	294	0,4	279	0,4	14	5,2 %
Valeur Actuelle des Profits Futurs	337	0,5	322	0,5	16	4,9 %
Valeur Temps des Options & Garanties	(29)	(0,0)	(25)	(0,0)	(3)	13,4 %
Coût de Friction du Capital Requis	(4)	(0,0)	(4)	(0,0)	0	(5,9 %)
Coûts des Risques Non Réplicables	(11)	(0,0)	(13)	(0,0)	2	(14,8 %)

La VIF Europe hors France (294 M€) est en hausse de + 5,2 % par rapport à 2017. La TVOG est en hausse en raison du contexte économique défavorable en Italie et atténue légèrement l'augmentation de la PVFP (+ 4,9 %).

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 2017	**794**	**454**	**340**	**279**	**1 073**
Ajustements initiaux	33	37	(4)	(7)	26
MCEV 2017 ajustée	**826**	**491**	**336**	**272**	**1 099**
Contribution de la nouvelle production	(39)	(172)	133	106	67
Contribution du stock de contrats	7	7	0	18	25
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	75	178	(103)	(75)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(1)	(7)	6	9	8
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	8	(8)	(3)	(3)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	**42**	**14**	**28**	**56**	**98**
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	(21)	(56)	35	(34)	(55)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	(0)	(0)
Total MCEV earnings	**21**	**(42)**	**63**	**22**	**42**
Ajustements finaux	0	0	(0)	(0)	(0)
MCEV 2018	**847**	**449**	**398**	**294**	**1 141**

- **Les ajustements initiaux** impactent l'ANR (+ 33 M€) principalement du fait de l'augmentation de capital sur CNP Partners (+ 45 M€) et CNP Luxembourg (+ 8 M€), compensée par le paiement du dividende en Italie (- 14 M€) ainsi qu'à Chypre (- 5 M€).
- **La contribution de la nouvelle production** à l'évolution de la MCEV est de + 67 M€, portée en majeure partie par la filiale CNP Santander et la filiale italienne CNP UniCredit Vita. Elle intègre le résultat net généré en 2018 par les Affaires Nouvelles pour - 39 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 + 133 M€ en grande partie lié l'activité non vie de CNP Santander.
- **La contribution du stock de contrats** (+ 25 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 18 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 7 M€). L'écoulement de la VIF permet de libérer 103 M€ au titre du Capital Requis et de transférer + 75 M€ vers l'ANR, portés par les résultats des stocks de la filiale italienne (+ 37 M€) et de la filiale CNP Santander (+ 25 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2018 rattaché à la VIF de décembre 2017 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.
- **Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle** impactent l'ANR de - 1 M€. La VIF est quant à elle impactée de + 9 M€ résultant essentiellement des taux de rachats plus faibles qu'attendus et de l'amélioration de la sinistralité observée sur CNP Partners.
- **Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle** impactent la VIF à hauteur de - 3 M€.

  Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 98 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de 8,9 %). L'OFCF est de + 14 M€.

Europe hors France	2018	2017
MCEV N-1 ajustée	1 099	997
Contribution de l'activité opérationnelle	98	99
Operating MCEV Return	8,9%	9,9 %

Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique ont un impact de - 55 M€ sur la MCEV, dont - 21 M€ pour l'ANR, liés aux variations des plus-values latentes sur les fonds propres de l'ensemble des filiales. L'impact sur la VIF de - 34 M€ est principalement porté par CNP Partners (- 13 M€) et la filiale italienne (- 20 M€) suite à la détérioration des conditions de marché, en particulier la baisse des plus-values latentes, sur les segments d'Épargne en euros.

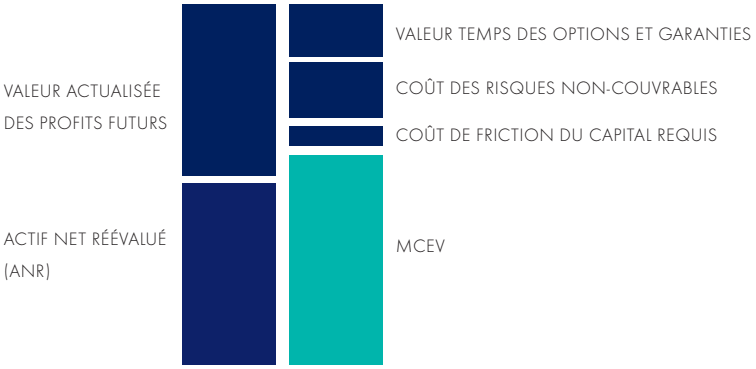
4

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

4.1 ACTIF NET RÉÉVALUÉ

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



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

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

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

4.1.1 CAPITAL REQUIS

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

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

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

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

4.1.2 FREE SURPLUS

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

4.2 VALEUR DE L'IN FORCE (VIF)

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

- la valeur temps des options et garanties (TVOG) ;
- le coût 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'impôt générés par les contrats en portefeuille à la date d'évaluation et sous une hypothèse centrale d'évolution des marchés financiers alignée avec la courbe des taux de référence sur la base d'une méthodologie cohérente avec le marché. Les choix du Groupe en matière de courbe des taux de référence sont décrits dans la section « Hypothèses » de ce rapport.

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

- les garanties de taux (Taux Minimum Garanti) ;
- les 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 pour la France comprend une composante de rachats conjoncturels qui représente la propension des assurés à racheter leurs contrats lorsque la rémunération servie se dégrade par rapport à une référence de marché.

4.2.3 Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)

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

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

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

4.2.4 Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR)

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

- de la prise en compte de risques non valorisés par ailleurs dans la PVFP ou dans la TVOG tels que les risques de défaut des contreparties et les risques opérationnels ;
- de l'impact asymétrique de certains risques non-couvrables sur la valeur et notamment les risques de mortalité, de longévité et de morbidité pris en compte dans les clauses de participation aux bénéfices des assurés ;
- 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 2018.

Épargne et Retraite Individuelle traditionnelle et en unités de compte :

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

Retraite Collective :

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

Prévoyance Individuelle :

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

Prévoyance Collective :

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

Couverture de prêt :

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

Autres Produits :

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

4.3.2 Méthodologie d'évaluation

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

Deux méthodes existent traditionnellement pour mesurer cette contribution :

- la méthode « stand alone » : la valeur des Affaires Nouvelles est mesurée sans prendre en compte d'effet de mutualisation avec les contrats en stock et 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.

5

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 2018.

5.1.1 Courbe des taux de référence

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

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

MATURITÉ	TAUX EN € au 31/12/2018	TAUX EN € au 31/12/2017	TAUX EN BRL au 31/12/2018	TAUX EN BRL au 31/12/2017
1	-0,33 %	-0,36 %	6,35 %	6,75 %
2	-0,28 %	-0,25 %	7,06 %	7,72 %
5	0,10 %	0,21 %	8,61 %	9,49 %
10	0,73 %	0,80 %	9,02 %	10,20 %
15	1,11 %	1,18 %	8,75 %	10,00 %
20	1,28 %	1,36 %	8,33 %	9,46 %
30	1,85 %	1,96 %	7,59 %	8,41 %
Taux forward ultime	4,05 %	4,20 %	5,35 %	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 4,05 % (en baisse de 0,15% par rapport au 31/12/2017). 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 5,35 %.

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 31/12/2018 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	24	-	24	-	24	-	n.a

Pour rappel au 31/12/2017, la correction pour volatilité était de 4 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 adjustement » sont soumis au superviseur dans le cadre de 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 31/12/2017 (normales)	0,45 %	0,53 %	0,62 %	0,65 %	0,62 %	0,57 %	0,52 %	0,48 %
MCEV 31/12/2018 (normales)	0,44 %	0,50 %	0,61 %	0,63 %	0,59 %	0,55 %	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 2018.

Terms	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV 31/12/2017	16,1 %	17,1 %	19,2 %	20,8 %
MCEV 31/12/2018	18,4 %	18,2 %	17,4 %	18,0 %

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 14,08%

La correction appelée « Moment Matching Adjustement » 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 (88 bps au 31 décembre 2018) avec la matrice de transition historique suivante:

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	94,1 %	5,7 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
AA	3,3 %	89,6 %	6,2 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,1 %
A	2,2 %	3,4 %	89,2 %	4,1 %	0,5 %	0,5 %	0,0 %	0,2 %
BBB	1,8 %	1,8 %	5,2 %	88,1 %	1,5 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %
BB	0,1 %	0,7 %	1,3 %	6,8 %	82,2 %	6,6 %	0,7 %	1,5 %
B	0,0 %	0,1 %	1,3 %	1,9 %	6,1 %	80,8 %	5,5 %	4,3 %
CCC	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,3 %	3,2 %	9,7 %	75,1 %	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	
	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2017
Brésil (BRL / €)	4,4440	3,9729	4,308493	3,6054
Argentine (ARS /€)	43,0336	22,5520	32,989632	18,7477
Norvège (NOK / €)	9,9483	9,8403	n.a	n.a
Suède (SEK/ €)	10,2548	9,8438	n.a	n.a
Pologne (PLN / €)	4,3014	4,177	n.a	n.a
Danemark (DKK/€)	7,4673	7,4449	n.a	n.a

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

5.1.7 Taux d'imposition

Les taux d'imposition retenus dans les travaux d'Embedded Value correspondent aux taux normatifs en vigueur dans les pays d'implantation du Groupe. Le taux est en réduction sur la France afin de prendre en compte la dégressivité de l'impôt sur les sociétés suite à la loi de finance 2017 et 2018. Le taux d'imposition sur les sociétés en France passe à 25 % d'ici 2022. En outre, l'hypothèse d'imposition prend en compte l'impact des taux d'impôt réduits notamment sur les participations non cotées à l'actif de son bilan économique. Le tableau ci-dessous montre les taux d'imposition de tous les pays du Groupe :

Terms	France	Italie	Luxembourg	Espagne	Chypre	Brésil	Argentine	Irlande
MCEV 31/12/2017	27,45 %	30,82 %	27,08 %	25 %	12,50 %	45 %	35 %	12,50 %
MCEV 31/12/2018	22,41 %	30,82 %	26,01 %	25 %	12,50 %	45 % [1]	35 % [2]	12,50 %

(1) Le taux d'impôt passe à 40 % à partir 2019, à l'exception de CAIXA Consorcios et Odonto dont le taux d'imposition est de 34 %
(2) Le taux d'impôt passe à 30% à partir de 2019 puis à 25% à partir de 2020.

Les crédits d'impôt 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 2018 (2,5 % au 31décembre 2017).

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 2018 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 2018, un taux d'inflation annuel entre 1 % et 1,5 % pour les entités européennes a été retenu pour les drivers n'incluant pas déjà une inflation implicite. En Amérique Latine, une courbe de l'inflation est utilisée, en cohérence avec le marché local.

5.2.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance

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

5.2.3 Décisions de gestion futures et réactions des assurés

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

Les décisions de gestion futures prises en compte dans les environnements les plus singuliers, telles que les situations de taux courts et longs négatifs durables ont fait l'objet d'une mise à jour en 2018. Dans ce contexte, le modèle de projection a été adapté et ces décisions de gestion futures ont été désactivées.

6

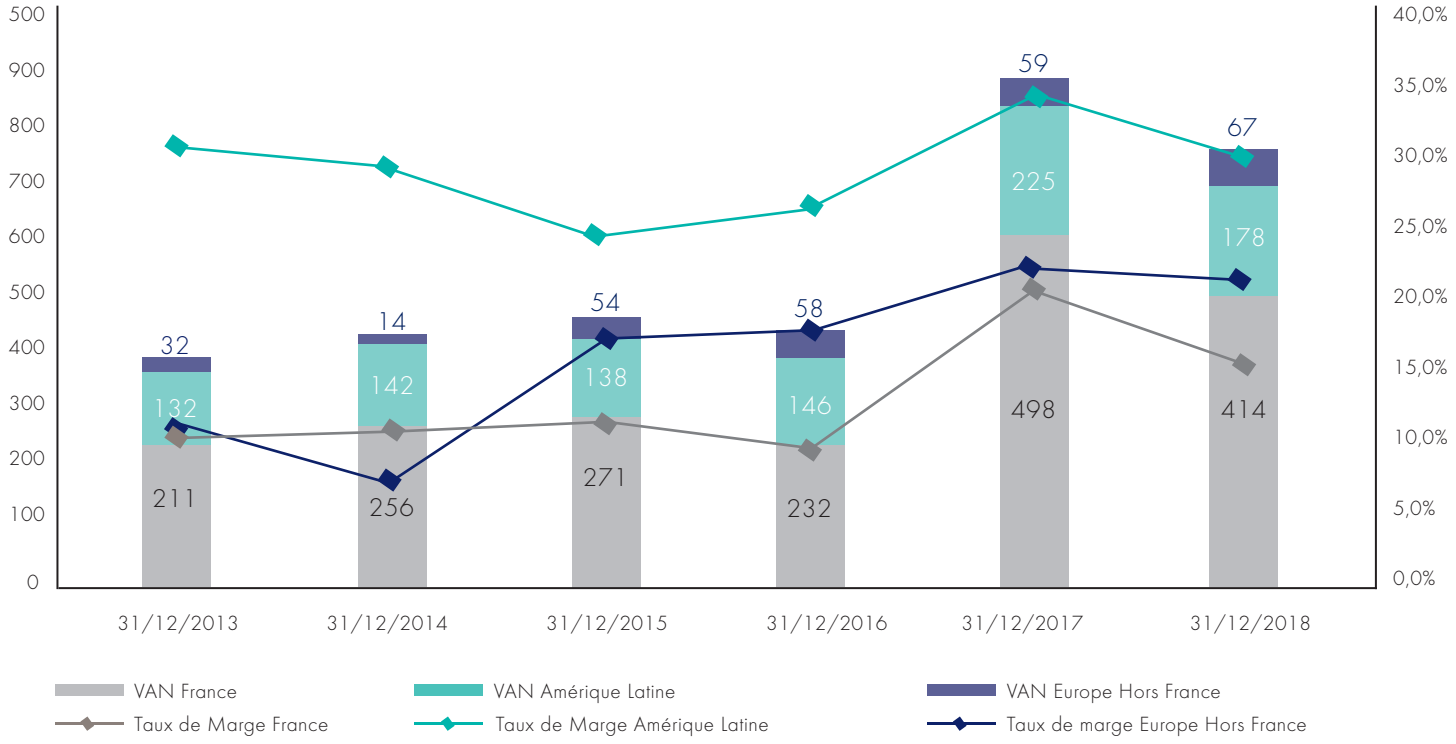
ÉVOLUTION DE LA MCEV© DEPUIS 2013

6.1 HISTORIQUE DE VAN (EN M€ ET TAUX DE MARGE EN %) 56

6.2 HISTORIQUE DE MCEV (EN M€) 57

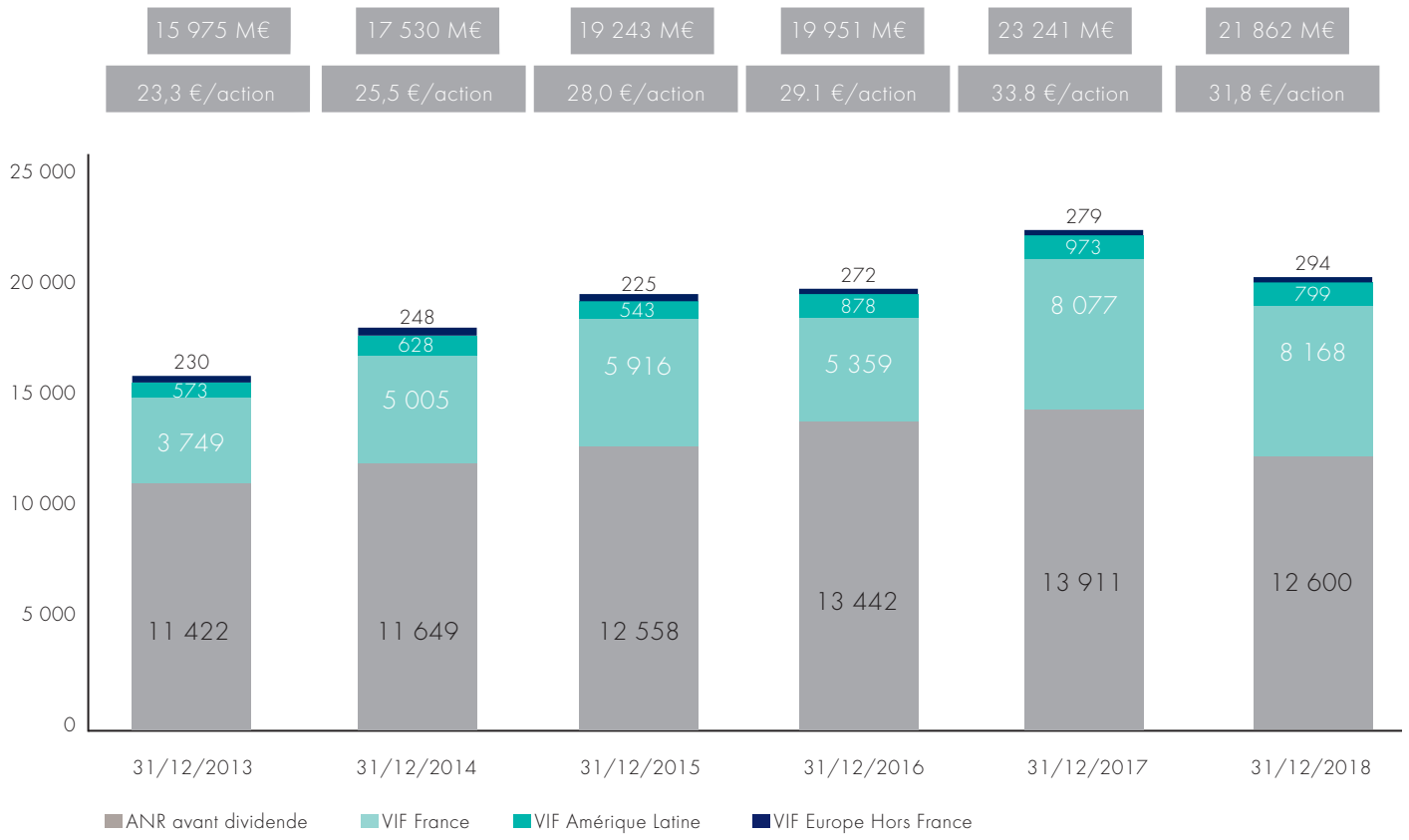
6.1 HISTORIQUE DE VAN (en M€ et taux de marge en %)

376 M€	412 M€	463 M€	436 M€	782 M€	659 M€
0,55 €/action	0,60 €/action	0,67 €/action	0,63 €/action	1,14 €/action	0,96 €/action



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€)



7

OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE

OPINION EXTERNE

CNP ASSURANCES
4 PLACE RAOUL DAUTRY
75716 PARIS CEDEX 15

Exercice clos le 31 décembre 2018

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 les informations relatives à la Market Consistent Embedded Value (MCEV©) et ses composantes, la valeur des affaires nouvelles, l'analyse de mouvements et les sensibilités au 31 décembre 2018 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l' « Information MCEV© »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2018 établi par CNP Assurances (ci-après désigné « Rapport EV ») et joint à notre rapport.

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

Il nous appartient, sur la base de nos travaux, d'exprimer une conclusion sur la cohérence des résultats de l'Information MCEV© avec la méthodologie et les hypothèses retenues par la direction en application des principes 1 à 16 de la MCEV© et du guide d'application publiés par le CFO Forum en 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 2018.

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

Nos travaux ont consisté à :

- Prendre connaissance des procédures permettant l'établissement de l'Information MCEV©,
- Vérifier la cohérence de l'approche «market consistent» retenue par la direction et décrite dans le Rapport EV au regard des principes MCEV© et du guide d'application publiés par le CFO Forum, révisés en mai 2016,
- Vérifier la conformité de la méthodologie appliquée pour l'établissement de l'Information MCEV© avec celle décrite dans le Rapport Embedded Value,
- Vérifier la cohérence d'ensemble des données financières utilisées et leur cohérence avec les données observables de marché,
- Vérifier la cohérence des hypothèses techniques retenues au regard de l'expérience passée, actuelle, et attendue dans le futur,
- Vérifier la cohérence des résultats présentés dans l'Information MCEV© avec la méthodologie et les hypothèses décrites dans le Rapport Embedded Value,
- Vérifier la cohérence des données comptables utilisée pour préparer l'Information MCEV© avec les états financiers consolidés et les livres comptables sous-jacents au 31 décembre 2018,
- 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.

Comme indiqué dans le Rapport Embedded Value au paragraphe 2.1.1 concernant le renouvellement des accords conclu au Brésil, nous notons que l'anticipation du paiement du montant de 4,65 milliards BRL qui sera effectué par CNP Assurances à la réalisation de la transaction, une fois obtenue l'approbation des autorités brésiliennes, a été déduit de l'ANR de la MCEV à fin 2018.

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 2018 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 2018, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification le 4 mars 2019.

Ce rapport est régi par la loi française

Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 21 février 2019
Pricewaterhouse Coopers Audit / Mazars

Bénédicte Vignon - Eric Demerlé - Olivier Leclerc - Grégory Boutier

8

ANNEXES

ANNEXE A : GLOSSAIRE 63

ANNEXE B : PÉRIMÈTRE 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'impôt générés par les contrats en portefeuille à la date d'évaluation, déduction faite de la valeur temps des options et garanties financières, du Coût de Friction du capital et du coût des risques non-couvrables.

ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

ZONE GÉOGRAPHIQUE	PAYS	ENTITÉ	QUOTE-PART DETENUE
FRANCE	France	CNP Assurances	Entité consolidant
	France	CNP Caution	100,00 %
	France	MFPrévoyance	65,00 %
	France	Arial CNP Assurances	40,00 %
AMERIQUE LATINE	Brésil	Caixa Seguradora	51,75 %(1)
	Argentine	CNP Assurances Compañia 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 %

(1) Aucune modification n'est intervenue sur le périmètre Groupe au cours de 2018. Un changement de quote-part a cependant impacté certains périmètres de l'entité Brésil (Vida, Prestamista et Previdência) en raison de la conclusion d'un accord engageant : passage de 51,75 % à 40 %. Ce changement n'impacte pas l'ANR mais seulement la VIF du scope JV1.

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

assurer tous les avenirs

Février 2018 - Conception / Réalisation STUDIOCOM - Direction du marketing stratégique de la communication et du mécénat

CNP Assurances I Siège social : 4, place Raoul Dautry 75716 Paris cedex 15 I Tél. 01 42 18 88 88 I www.cnp.fr