



Rapport sur l'Embedded Value

31 décembre 2019



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 2019

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 2019	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 2019	29
3.3 Amérique Latine	32
3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2 MCEV au 31 décembre 2019	34
3.4 Europe Hors France	36
3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2 MCEV au 31 décembre 2019	38

4

MÉTHODOLOGIE

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

5

HYPOTHÈSES

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

6

ÉVOLUTION DE LA MCEV DEPUIS 2014

6.1 Historique de VAN	55
6.2 Historique de MCEV	56

7

OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE

59

8

ANNEXES

Annexe A : Glossaire	62
Annexe B : Périmètre	64



1

Introduction

11	Bases de préparation et Principes clés
12	Contenu et périmètre

6
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 2019. 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 2019. 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 2019 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 2019. Il est structuré autour des sections suivantes :

Section 1 : Bases de préparation et Principes clés

Section 2 : Résultats du Groupe au 31 décembre 2019

Section 3 : Résultats détaillés par zone géographique

Section 4 : Méthodologie

Section 5 : Hypothèses

Section 6 : Evolution de la MCEV depuis 2014

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 2018 sont présentés en détail dans l'Annexe B.



2

Résultats du groupe au 31

décembre 2019

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 2019	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 2019 a été marquée par plusieurs événements significatifs :

L'ancrage des taux en territoire négatif dans la zone euro

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 est pour partie compensé par les résultats de la stratégie commerciale (tarification et conception de produits) et de la maîtrise des coûts.

Suite à l'ancrage des taux en territoire négatif, CNP Assurances a adapté sa stratégie financière et par cohérence ses décisions futures de gestion dans la modélisation. Les outils de modélisation ont également été ajustés afin de refléter au mieux la réalité.

L'acquisition à 100% de la filiale Chypriote

CNP Assurances a consolidé sa présence à Chypre avec la signature d'un accord pour l'acquisition de la participation de 49,9 % de Bank of Cyprus dans CNP Cyprus Insurance Holdings, filiale à 50,1 % de CNP Assurances depuis fin 2008. Le prix d'acquisition s'élève à 97,5 M€ et a été financé par CNP Assurances sur ses ressources propres en octobre 2019.

La conclusion d'un avenant au protocole d'accord engageant au Brésil

CNP Assurances a achevé les discussions avec Caixa Seguridade concernant le nouvel accord de distribution exclusive dans le réseau de Caixa Econômica Federal au Brésil en concluant le 20 septembre 2019 un avenant au protocole d'accord du 29 août 2018. Cet avenant permet à CNP Assurances de bénéficier d'un allongement de la durée de l'accord de distribution exclusif de 5 ans, soit jusqu'au 13 février 2046 (au lieu du 13 février 2041 initialement prévu). Cet avenant apporte également des modifications sur la date de changement de la quote-part économique. La quote-part actuelle de 51,75%, est conservée jusqu'en décembre 2020 et s'élèvera à 40% au-delà. CNP Assurances paiera, en décembre 2020, un montant porté de 4,65 Mdr\$ à 7,0 Mdr\$.

2.1.2 Résultats globaux

La valeur des Affaires Nouvelles du Groupe s'établit à + 543 M€ en 2019, en baisse de - 17,6 %, soit - 116 M€ (- 16,6 % à change constant soit - 109 M€). La diminution de la VAN est essentiellement portée par la France (263 M€, - 36,4 %) et s'explique par la baisse des taux malgré une contribution opérationnelle positive. A noter par ailleurs une hausse de la VAN en Amérique Latine (+ 28 M€) expliquée principalement par une collecte favorable sur les segments Retraite et Prévoyance / Emprunteur. La VAN est également en hausse sur l'Europe hors France (+ 7 M€) liée à la hausse de la rentabilité du segment Prévoyance / Emprunteur malgré la baisse de la collecte sur le segment Épargne.

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 20 562 M€, soit une baisse de - 1 300 M€ (- 6 %) au cours de la période dont - 590 M€ liés à des ajustements initiaux détaillés dans la section 2.3.2, + 2 188 M€ au titre de la contribution opérationnelle, - 3 001 M€ au titre des effets économiques hors change, + 168 M€ dus à la baisse des taux d'imposition sur les sociétés, - 65 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€, %)		2019	2018
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	543	659
APE	Primes Annualisées Équivalentes	3 186	3 090
VAP	Valeur Actuelle des Primes	26 829	26 126
	Taux de marge	17,1 %	21,3 %
	Ratio VAP	2,0 %	2,5 %

(En M€, %)		2019	2018
MCEV	MARKET CONSISTENT EMBEDDED VALUE	20 562	21 862
VIF	Valeur de l'In Force	6 921	9 261
ANR	Actif Net Réévalué	13 641	12 600
	Rendement sur MCEV	10,3 %	7,9 %
IDR	Implied Discount Rate	9,7 %	7,5 %
OFCF	OPERATING FREE CASH FLOW	2 402	1 462
	Dont les titres subordonnés ⁽¹⁾	1 052	0

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

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.

		2019		2018		Variation	
		M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	€ par action ⁽¹⁾	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	935	1,4	933	1,4	2	0,2 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(222)	(0,3)	(154)	(0,2)	(68)	44,4 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(23)	(0,0)	(18)	(0,0)	(5)	25,5 %
CRNHR	Coût des Risques Non-couvrables	(146)	(0,2)	(102)	(0,1)	(45)	44,2 %
VAN	VALEUR DES AFFAIRES NOUVELLES	543	0,8	659	1,0	(116)	(17,6 %)
APE	Primes Annualisées Équivalentes		3 186		3 090	95	3,1 %
VAP	Valeur Actuelle des Primes		26 829		26 126	702	2,7 %
	Taux de marge		17,1 %		21,3 %	(4,3 %)	(20,0 %)
	Ratio VAP		2,0 %		2,5 %	(0,5 %)	(19,7 %)

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2018 et au 31 décembre 2019 : 686 618 477

La VAN Groupe est en baisse de - 116 M€ (- 17,6 %). Cette baisse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (PVFP) est stable (+ 0,2 %) par rapport à 2018. Cela est dû principalement à la hausse des volumes en Amérique Latine et l'amélioration de la sinistralité et du Mix Produits en Europe sur les segments Emprunteur qui compensent la baisse de la valeur sur les segments Epargne / Retraite en Europe, liée à la dégradation de la marge financière et à la revue des hypothèses de rachats.
- La Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG) est en hausse de 44,4 % en raison de la dégradation des conditions de marché liée à la forte baisse des taux qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (FCRC) est en hausse de 25,5 % en lien avec la mise à jour du Capital Requis.
- Le Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR) est en hausse de 44,2 % suite à la revue à la hausse du coût du capital sur les risques opérationnels et rachats.

Le volume APE Groupe (3 186 M€) est en hausse de 3 % par rapport à 2018. Il est expliqué par :

- Une collecte en hausse sur la France sur les segments Epargne Euro (+ 4 %) et Emprunteur (+ 13 %), atténuée par une baisse de la collecte sur le segment de l'Epargne UC (- 7 %) ;
- Une collecte en hausse sur le périmètre Amérique Latine (+ 20,6 % à change constant) principalement sur les segments Retraite et Emprunteur ;
- Une collecte en baisse en Europe hors France, principalement sur le segment Epargne UC en Italie suite à l'arrêt de la commercialisation du produit PIR.

Le taux de marge du Groupe s'élève à + 17,1 % en 2019 contre + 21,3 % en 2018, en baisse de - 4,3 points. La baisse du taux de marge est essentiellement due à la baisse des taux malgré une contribution opérationnelle positive.

(En M€ , %)	VAN	Variation	Taux de marge
Valeur des Affaires Nouvelles 2018	659		21,3 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	682	23	21,7 %
Mise à jour du volume APE	696	14	21,7 %
Mise à jour du Mix Segments	710	14	22,1 %
Mise à jour de l'expérience	736	26	23,0 %
Mise à jour des marchés financiers	530	(206)	16,5 %
Mise à jour du taux d'impôt	550	19	17,1 %
Mise à jour du taux de change	543	(6)	17,1 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2019	543	(116)	17,1 %
Variation	(116)		(4,3 %)

La VAN s'élève à + 543 M€ à fin 2019 contre + 659 M€ à fin 2018, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 23 M€) est liée principalement à la prise en compte des garanties brutes de chargement sur l'euro et du chiffre d'affaires réel N-1 en emprunteur, atténuée par la revue à la hausse du coût du capital sur les risques opérationnels et rachats pour la France (+ 11 M€). La poursuite de la revue de la modélisation sur la quasi-totalité des produits sur le Brésil (+ 3 M€), la prise en compte d'une prime de liquidité sur la courbe des taux (VA) en Italie (+ 2,0 M€) et le passage de la quote-part à 100 % sur CNP Cyprus Insurance Holdings (+ 3,4 M€) améliorent également la valeur.
- La mise à jour du volume APE (+ 14 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 (+ 14 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre différents segments. Elle est portée principalement par l'effet favorable du Mix Pays.
- La mise à jour de l'expérience (+ 26 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 du développement des garanties brutes de chargements sur l'Épargne Euro et du Mix Produits Emprunteur, contrebalancés par la mise à jour des rachats sur l'Emprunteur en France et la hausse des frais projetés.
- La mise à jour des marchés financiers (- 206 M€) reflète les impacts liés à la baisse des taux qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital des contrats en Épargne euro, partiellement compensés par la hausse des marchés action.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 19 M€) reflète essentiellement la hausse des plus-values latentes sur les actifs bénéficiant de taux réduits.
- La mise à jour du taux de change (- 6 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)	2019	2018
Épargne et Retraite	14,3	15,7
Prévoyance et Risque	6,2	6,5

2.3 MCEV AU 31 DÉCEMBRE 2019

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV du Groupe au 31 décembre 2019 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV au 31 décembre 2018 :

	MCEV 2019 avant distribution de dividendes 2019		MCEV 2018 après distribution de dividendes 2018		Variation avant distribution de dividendes 2018		MCEV 2018 avant distribution de dividendes 2018	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
ANR - Actif Net Réévalué	13 641	19,9	11 990	17,5	1 651	14 %	12 600	18,4
Capital Requis	4 978	7,3	1 917	2,8	3 061	160 %	1 917	2,8
Free Surplus	8 662	12,6	10 072	14,7	(1 410)	(14 %)	10 683	15,6
VIF - Valeur de l'In Force	6 921	10,1	9 261	13,5	(2 340)	(25 %)	9 261	13,5
Valeur Actuelle des Profits Futurs	13 768	20,1	13 552	19,7	217	2 %	13 552	19,7
Valeur Temps des Options & Garanties	(4 590)	(6,7)	(3 144)	(4,6)	(1 446)	46 %	(3 144)	(4,6)
Coût de Friction du Capital Requis	(544)	(0,8)	(406)	(0,6)	(138)	34 %	(406)	(0,6)
Coût des Risques Non-couvrables	(1 713)	(2,5)	(740)	(1,1)	(974)	132 %	(740)	(1,1)
MCEV - Market Consistent Embedded Value	20 562	29,9	21 251	31,0	(689)	(3 %)	21 682	31,8

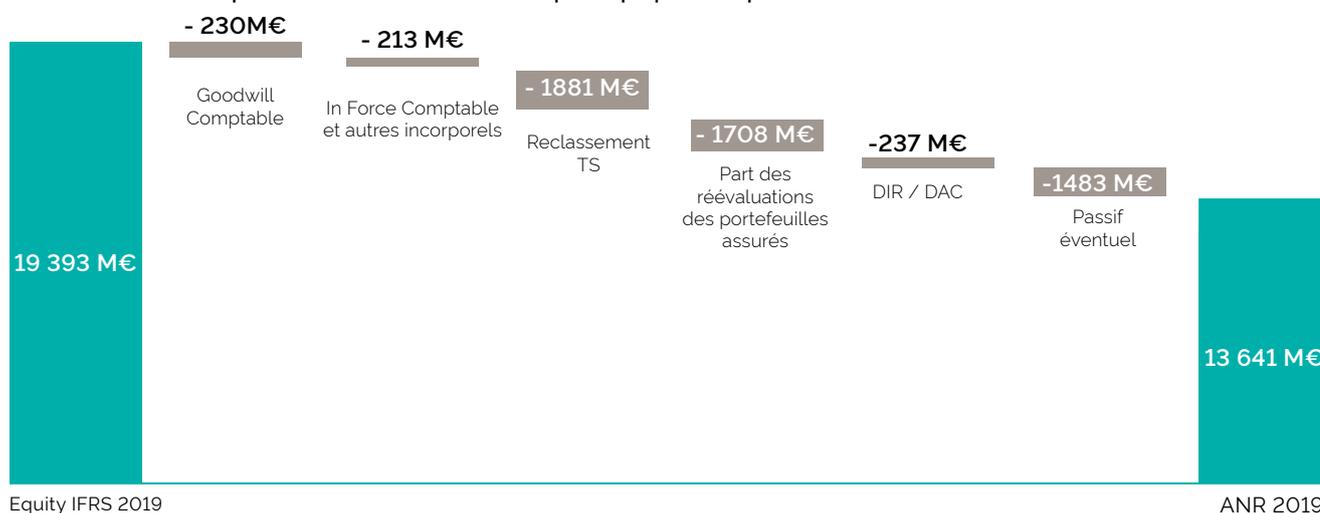
* Nombre d'actions au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2018 : 686 618 477

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 2019 :



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 goodwill comptables qui correspondent à une écriture comptable en normes IFRS liée au prix d'acquisition d'une entité ;
 - des frais d'acquisition reportés (DIR/DAC) correspondant à l'amortissement sur la durée des contrats des frais d'acquisition à la souscription ;
 - de l'In Force Comptable ou « value of business acquired » représentant la VIF cristallisée à la date d'acquisition d'un portefeuille externe et amortie au cours du temps.
- **Reclassement des titres subordonnés** : la part des titres subordonnés considérés comme des éléments de capitaux propres dans les normes IFRS n'appartient pas aux actionnaires. La valeur de ces titres n'est donc pas retenue dans le cadre de la détermination de l'ANR.
- **Part des réévaluations des portefeuilles assurés** : une fraction des plus-values latentes sur les actifs financiers est réputée appartenir aux actionnaires en normes IFRS selon des clés spécifiques tandis que la partie résiduelle est réputée appartenir aux assurés. La modélisation en MCEV conduit à avoir une approche plus précise dans la détermination de la part revenant aux actionnaires, qui est réintégrée dans la modélisation de la valeur du portefeuille.
- **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 31/12/2019.

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 2018	12 600	10 683	1 917	9 261	21 862
Ajustements initiaux	(1 046)	(251)	(795)	456	(590)
MCEV 2018 ajustée	11 554	10 432	1 122	9 717	21 272
Contribution de la nouvelle production	(110)	(752)	641	654	543
Contribution du stock de contrats	221	221	0	1 119	1 341
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 251	1 806	(556)	(1 251)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	87	71	16	350	436
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	3	(3)	(132)	(132)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	1 052	(1 052)	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	1 448	2 402	(954)	740	2 188
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	839	(3 979)	4 818	(3 840)	(3 001)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(161)	(161)	0	329	168
Total MCEV earnings	2 126	(1 738)	3 864	(2 771)	(645)
Ajustements finaux	(39)	(32)	(8)	(25)	(65)
MCEV 2019	13 641	8 662	4 978	6 921	20 562

Les ajustements initiaux de la MCEV recouvrent :

- la baisse de l'ANR (- 1 046 M€) due au paiement des dividendes (- 611 M€) et à la prise en compte de l'avenant au protocole d'accords au Brésil (- 437 M€) ;
- la hausse de la VIF de + 456 M€ résultant principalement de l'amélioration de la modélisation des contrats d'Épargne en contexte de taux bas en France (+ 994 M€), contrebalancée par une revue à la hausse du coût du capital sur les risques opérationnels et rachats (- 648 M€).

Les ajustements initiaux impactent le Capital Requis à la baisse (- 795 M€) liés aux effets de restatement sur la VIF et sur le Capital Requis Solvabilité 2.

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 543 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2019 par les Affaires Nouvelles pour - 110 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 641 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 341 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 119 M€) calculée au 31 décembre 2018 et du rendement projeté du Free Surplus (+ 221 M€) au 31 décembre 2018. Par ailleurs, le résultat 2019 rattaché à la VIF du 31 décembre 2018 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV et augmente le Free Surplus à la fois du fait des profits externalisés de la VIF et de la réduction des Capitaux Requis.

Les **autres mouvements liés à l'activité opérationnelle** correspondent à des dettes subordonnées d'un montant de + 1 052 M€ émises en 2019.

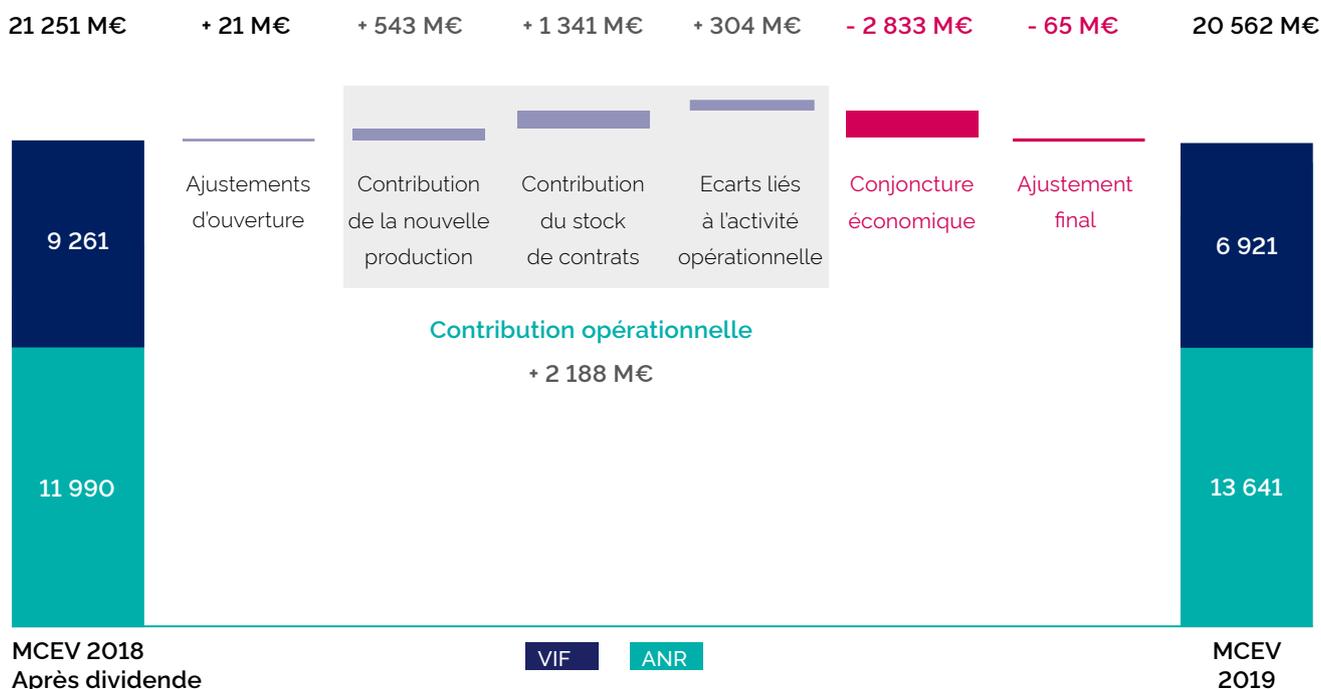
Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 2 188 M€ sur la MCEV.

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 350 M€ (hors TS) dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ». Son interprétation et le détail de son évolution sont présentés dans le paragraphe 2.3.3.

La conjoncture économique inclut :

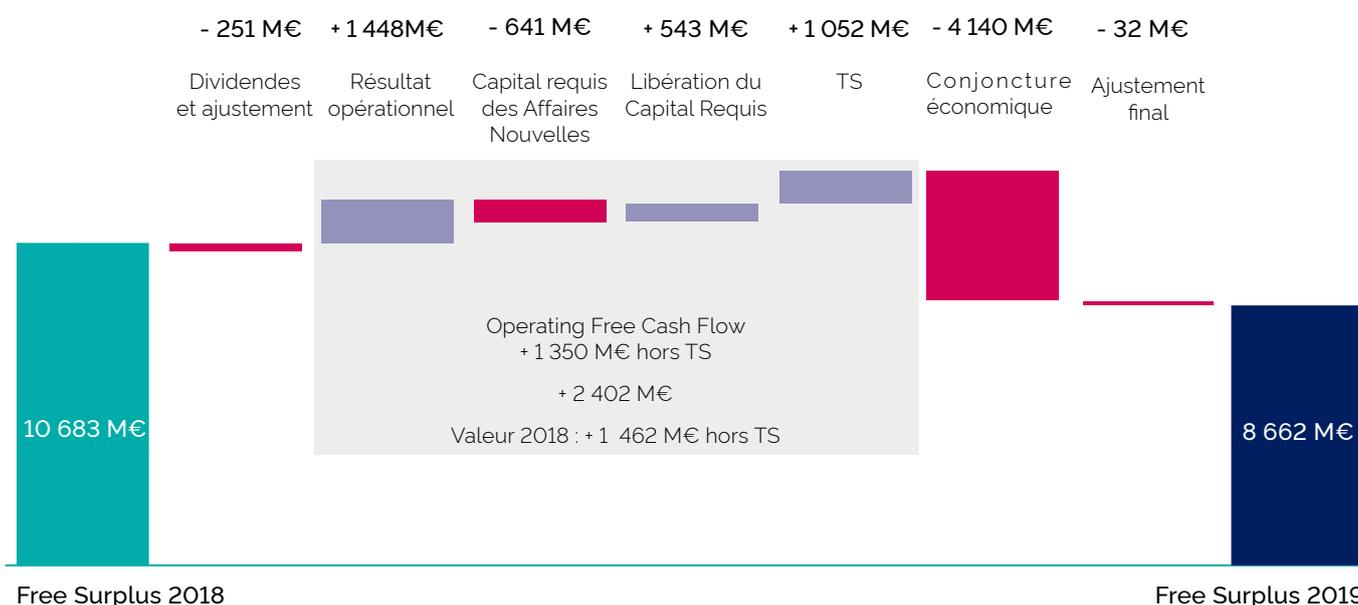
- **Les mouvements liés à l'évolution du contexte économique** ont un impact sur la VIF de - 3 840 M€ qui s'explique essentiellement par l'impact défavorable de la baisse des taux, partiellement compensé par la hausse des marchés action. La hausse du Capital Requis (+ 4 818 M€) s'explique en partie par la hausse du Capital Requis Solvabilité 2 suite à la mise à jour des hypothèses économiques, mais également par la baisse de la VIF, puisque la VIF est un élément du capital éligible en couverture des exigences réglementaires.
 - **Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** (+ 168 M€) résultent des écarts de fiscalité.
 - **Les ajustements finaux** (- 65 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 2018 au 31 décembre 2019 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 2018 au 31 décembre 2019 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 8 662 M€, en baisse de - 2 020 M€ par rapport à 2018.

L'ajustement d'ouverture est de - 251 M€ et correspond essentiellement au paiement des dividendes (- 611 M€) et à la prise en compte de l'avenant au protocole d'accords au Brésil (- 437 M€), compensés par les effets de restatement sur la VIF notamment liés aux améliorations de la modélisation des contrats d'Épargne en contexte de taux bas en France. A cela s'ajoute la baisse du besoin en Capital Requis (+ 795 M€).

La contribution opérationnelle s'élève à + 2 402 M€ (+ 1 350 M€ hors TS) :

- un résultat opérationnel 2019 de + 1 448 M€, en progression de + 1,8 % par rapport à 2018 ;
- une évolution du besoin en Capital Requis de - 98 M€, se décomposant en un besoin de - 641 M€ au titre des Affaires Nouvelles en hausse par rapport à 2018 et une libération de Capital Requis de + 543 M€ plus importante qu'en 2018 ;
- des dettes subordonnées d'un montant de + 1 052 M€.

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

La contribution économique est de - 4 140 M€ et résulte principalement de la baisse des taux qui a un impact défavorable sur le Capital Requis, et plus particulièrement sur la VIF.

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

Le tableau suivant présente l'analyse de l'OFCF en distinguant ses différentes composantes au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2018 :

(En M€)	2019	2018
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 251	1 409
Produits financiers du Free Surplus	221	208
Libération de Capital Requis vers le Free Surplus	556	485
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	1 126	(155)
Contribution attendue de l'In-Force	3 154	1 946
Capital requis au titre de la nouvelle production	(641)	(431)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(110)	(54)
Capital requis au titre des Affaires Nouvelles	(752)	(485)
OPERATING FREE CASH FLOW	2 402	1 462
Dont titres subordonnés	1 052	0

Au 31 décembre 2019, l'Operating Free Cash Flow est de 2 402 M€ (1 350 M€ hors TS).

2.4 IMPLIED DISCOUNT RATE

De manière alternative à l'approche traditionnelle pour laquelle la VIF et la VAN résultent d'une actualisation des produits distribuables futurs avec un taux d'actualisation, l'approche MCEV permet de déduire implicitement un taux d'actualisation dit IDR d'une évaluation directe de la VIF 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 2019, 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 2018).

Le taux IDR s'établit à + 9,7 % au niveau du Groupe au 31 décembre 2019 contre + 7,5 % au 31 décembre 2018. Cette hausse de l'IDR est principalement expliquée par la hausse de la TVOG en raison de la dégradation des conditions de marché liée à la forte baisse des taux.

2.5 SENSIBILITÉS

Les sensibilités de la MCEV portent à la fois sur les hypothèses économiques et non économiques sous-jacentes. Il est à noter que les sensibilités sont souvent corrélées, il est alors peu probable que l'impact de deux événements intervenant

simultanément soit égal à la somme des sensibilités individuelles à chaque événement. Pour les événements dont l'impact est jugé symétrique, seules les sensibilités dans un sens sont présentées.

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

(En M€)	ANR	VIF	MCEV	VAN
MCEV - Market Consistent Embedded Value	13 641	6 921	20 562	543
Courbe des taux + 50 bps	(286)	3 247	2 961	200
Courbe des taux - 50 bps	282	(3 554)	(3 272)	(231)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	-	(1 045)	(1 045)	(57)
Actions - 25 %	(800)	(2 256)	(3 056)	-
Rachats - 10 %	-	107	107	40
Coûts - 10 %	-	528	528	49
Minimum réglementaire de capital requis	-	29	29	3
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	-	(103)	(103)	(3)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	-	131	131	67
Volatilité taux + 25 %	-	(905)	(905)	(63)
Volatilité actions + 25 %	-	(1 019)	(1 019)	(41)

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

Courbe des taux + / - 50 bps :

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

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

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

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

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

Correction pour volatilité (VA) nulle :

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

Actions -25 % :

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

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

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

Rachats -10 % :

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

Coûts -10 % :

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

Sinistralité -5 % :

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

Minimum réglementaire de Capital Requis :

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



3

Résultats détaillés par zone géographique

3.1	Aperçu	25
3.2	France	27
3.2.1	Valeur des Affaires Nouvelles	27
3.2.2	MCEV au 31 décembre 2019	29
3.3	Amérique Latine	32
3.3.1	Valeur des Affaires Nouvelles	32
3.3.2	MCEV au 31 décembre 2019	34
3.4	Europe Hors France	36
3.4.1	Valeur des Affaires Nouvelles	36
3.4.2	MCEV au 31 décembre 2019	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€)	2018	414	178	67	659
	2019	263	206	74	543
	variation	(151)	28	7	(116)
En % de la VAN Groupe	2018	63 %	27 %	10 %	100 %
	2019	48 %	38 %	14 %	100 %
APE (En M€)	2018	2 101	591	399	3 090
	2019	2 146	692	348	3 186
	variation	45	101	(51)	95
Taux de marge (En %)	2018	19,7 %	30,1 %	16,9 %	21,3 %
	2019	12,3 %	29,7 %	21,4 %	17,1 %
	variation	(7,4 %)	(0,4 %)	4,5 %	(4,3 %)

		FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
MCEV (En M€)	2018	19 098	1 623	1 141	21 862
	2019	17 299	1 899	1 364	20 562
	variation	(1 799)	275	223	(1 300)
En % de la MCEV Groupe	2018	87 %	7 %	5 %	100 %
	2019	84 %	9 %	7 %	100 %
VIF (En M€)	2018	8 168	799	294	9 261
	2019	5 534	1 005	382	6 921
	variation	(2 635)	206	88	(2 340)
ANR (En M€)	2018	10 930	824	847	12 600
	2019	11 766	893	982	13 641
	variation	836	69	135	1 040

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VIF 2019	5 534	1 005	382	6 921
Courbe des taux + 50 bps	3 253	(27)	21	3 247
Courbe des taux - 50 bps	(3 554)	29	(29)	(3 554)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(1 041)	0	(3)	1 045
Actions - 25 %	(2 203)	0	(54)	(2 256)
Rachats - 10 %	35	65	7	107
Coûts - 10 %	492	16	20	528
Minimum réglementaire de Capital Requis	29	0	0	29
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(97)	0	(6)	(103)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité et invalidité	85	34	12	131
Volatilité taux + 25 %	(902)	0	(3)	(905)
Volatilité Actions + 25 %	(1 013)	0	(6)	(1 019)

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

(En M€)	FRANCE	AMÉRIQUE LATINE	EUROPE HORS FRANCE	GROUPE
VAN 2019	263	206	74	543
Courbe des taux + 50 bps	198	(4)	6	200
Courbe des taux - 50 bps	(229)	4	(6)	(231)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)	(57)	0	(1)	(57)
Rachats - 10 %	19	20	2	40
Coûts - 10 %	36	8	6	49
Minimum réglementaire de Capital Requis	2	0	1	3
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(1)	0	(1)	(3)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	55	7	4	67
Volatilité taux + 25 %	(63)	0	(0)	(63)
Volatilité Actions + 25 %	(40)	0	(1)	(41)

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 2019 par la baisse des taux qui impacte fortement la valeur.

La contribution opérationnelle positive, portée par un mix produits favorable sur les segments Épargne Euro et Emprunteur, est masquée par l'impact des taux sur les indicateurs MCEV.

263 M€

12,3 %

48 %

VAN 2019

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

DE LA VAN GROUPE

3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2019	2018	Variation	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	616	656	(40)	(6 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(218)	(151)	(68)	45 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(12)	(7)	(5)	64 %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(122)	(84)	(38)	45 %
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	263	414	(151)	(36 %)
APE	Primes Annualisées Equivalentes	2 146	2 101	45	2 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	20 283	20 105	178	1 %
	Taux de Marge	12,3 %	19,7%	(7,4 %)	(38 %)
	Ratio VAP	1,3 %	2,1 %	(0,8 %)	(37%)

Le volume APE en France (+ 2 146 M€), en hausse par rapport à 2018, est caractérisé par une hausse de la collecte de l'Épargne Euro et de l'Emprunteur atténuée par une baisse de la collecte sur l'Épargne en unités de comptes.

La Valeur des Affaires Nouvelles s'élève à + 263 M€ à fin 2019 contre + 414 M€ en 2018 soit une baisse de - 36 %.

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 2018	414		19,7 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	425	11	19,9 %
Mise à jour du volume APE	427	2	19,9 %
Mise à jour du Mix Segments	432	5	20,1 %
Mise à jour de l'expérience	454	22	21,1 %
Mise à jour des marchés financiers	244	(209)	11,4 %
Mise à jour du taux d'impôt	263	19	12,3 %
Mise à jour du taux de change	263	0	12,3 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2019	263	(151)	12,3 %
Variation	(151)		(7,4 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 11 M€) porte essentiellement sur la prise en compte des garanties brutes de chargement sur l'Épargne Euro et du chiffre d'affaires réel N-1 en Emprunteur, contrebalancée par une revue à la hausse des lois de rachat Épargne et du coût du capital des risques opérationnels et rachats.
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segments, la mise à jour du volume APE (+ 2 M€) s'explique par la hausse des volumes sur l'Épargne Euro et l'Emprunteur atténuée par la baisse des volumes sur l'Épargne en unités de comptes.
- La mise à jour du Mix Segments (+ 5 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre les différents segments. Elle est impactée par la hausse des volumes sur l'Emprunteur, atténuée par le recul du volume de l'Épargne en unités de comptes.
- La mise à jour de l'expérience (+ 22 M€) s'explique par le Mix Produits favorable sur les produits d'Épargne Euro (développement des garanties brutes de chargements) et Emprunteur diminué par la mise à jour des rachats sur l'Emprunteur.
- La mise à jour des marchés financiers (- 209 M€) reflète la baisse des taux qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital des produits d'Épargne Euro.
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 19 M€) suite à la revue à la baisse du taux d'impôt.

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

Duration (années)	2019	2018
Épargne et Retraite	14,3	15,7
Prévoyance et Risque	6,4	6,8

3.2.2 MCEV au 31 décembre 2019

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

	2019		2018		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	5 534	8,1	8 168	11,9	(2 635)	(32,3 %)
Valeur Actuelle des Profits Futurs	12 142	17,7	12 246	17,8	(104)	(0,8 %)
Valeur Temps des Options & Garanties	(4 556)	(6,6)	(3 114)	(4,5)	(1 442)	46,3 %
Coût de Friction du Capital Requis	(498)	(0,7)	(358)	(0,5)	(140)	39,3 %
Coût des Risques Non-couvrables	(1 555)	(2,3)	(606)	(0,9)	(949)	156,6 %

La VIF France (+ 5 534 M€) est en baisse de - 32,3 % par rapport à 2018 en raison de l'environnement économique défavorable (- 3 896 M€), compensé par une contribution opérationnelle positive (+ 601 M€).

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2018	10 930	9 741	1 189	8 168	19 098
Ajustements initiaux	(893)	(95)	(798)	330	(563)
MCEV 2018 ajustée	10 037	9 646	391	8 498	18 535
Contribution de la nouvelle production	(17)	(454)	437	280	263
Contribution du stock de contrats	205	205	0	1 013	1 218
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	914	1 298	(385)	(914)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	6	3	3	377	383
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(0)	0	(155)	(155)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	1 052	(1 052)	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	1 108	2 104	(996)	601	1 710
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	782	(4 025)	4 807	(3 896)	(3 115)
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(141)	(141)	0	331	189
Total MCEV earnings	1 749	(2 062)	3 811	(2 965)	(1 216)
Ajustements finaux	(20)	(20)	0	0	(20)
MCEV 2019	11 766	7 564	4 201	5 534	17 299

Les ajustements initiaux de la MCEV (- 563 M€) recouvrent :

- la baisse de l'ANR (- 893 M€) due à la prise en compte de l'avenant au protocole d'accords au Brésil (- 437 M€) et au paiement des dividendes Groupe de l'exercice 2018 (- 374 M€) ;
- l'impact sur la VIF de + 330 M€ résultant principalement de l'amélioration de la modélisation des contrats d'Epargne en contexte de taux bas en France (+ 994 M€), contrebalancée par une revue à la hausse du coût du capital des risques opérationnels et rachats (- 648 M€).

Les ajustements initiaux impactent le Capital Requis à la baisse (- 798 M€) liés aux effets de restatement sur la VIF et sur le Capital Requis Solvabilité 2.

La contribution de la nouvelle production est de + 263 M€. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2019 par les Affaires Nouvelles pour - 17 M€ ajouté à l'ANR. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 437 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 1 218 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 013 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 205 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2019 rattaché à la VIF du 31 décembre 2018 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la MCEV à hauteur de + 383 M€ et s'expliquent par une évolution du portefeuille Emprunteur meilleure qu'anticipée avec notamment moins de rachats.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle ont un impact de - 155 M€ sur la VIF.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle** de 1 710 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de + 9,2 %).

France	2019	2018
MCEV N-1 ajustée	18 535	18 991
Contribution de l'activité opérationnelle	1 710	1 356
Operating MCEV Return	9,2 %	7,1 %

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 2 104 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 - 3 115 M€ de la MCEV en raison principalement de la baisse des taux qui a un impact défavorable sur la VIF, partiellement compensée par la hausse du marché des actions.

La hausse du Capital Requis (+ 4 807 M€) s'explique en partie par la hausse du Capital Requis Solvabilité 2 suite à la mise à jour des hypothèses économiques, mais également par la baisse de la VIF, puisque la VIF est un élément du capital éligible en couverture des exigences réglementaires.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (+ 189 M€) résultent des écarts de fiscalité.

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

3.3 AMÉRIQUE LATINE

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

L'année 2019 est marquée par la forte croissance du volume d'activité sur les segments Retraite et Emprunteur, atténuée par le rapprochement du changement de quote-part sur le périmètre renouvelé JV1 (Prestamista, Vida et Previdência).

206 M€

VAN 2019

29,7 %

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

38 %

DE LA VAN GROUPE

3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles

(En M€, %)		2019	2018	Variation	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	237	201	36	18 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	0 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(11)	(10)	(1)	6 %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(20)	(13)	(7)	54 %
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	206	178	28	16%
APE	Primes Annualisées Equivalentes	692	591	101	17 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	3 991	2 974	1 017	34 %
	Taux de Marge	29,7 %	30,1 %	(0,4 %)	(1 %)
	Ratio VAP	5,2 %	6,0 %	(0,8 %)	(14 %)

L'APE est en hausse sur le périmètre Amérique Latine (+ 20,6 % à change constant), porté principalement par les segments Retraite et Emprunteur en raison d'une bonne collecte sur la gamme crédit à la consommation, sur Previdência et sur Consorcios, atténuée par le rapprochement du changement de quote-part sur le périmètre renouvelé JV1 (Prestamista, Vida et Previdência).

La Valeur des Affaires Nouvelles est quant à elle en hausse de 16 %, soit 28 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 2018	178		30,1 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	181	3	30,0 %
Mise à jour du volume APE	214	33	30,0 %
Mise à jour du Mix Segments	205	(9)	28,8 %
Mise à jour de l'expérience	203	(2)	28,5 %
Mise à jour des marchés financiers	212	9	29,7 %
Mise à jour du taux d'impôt	212	0	29,7 %
Mise à jour du taux de change	206	(6)	29,7 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2019	206	28	29,7 %
Variation	28		(0,4 %)

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 3 M€) est liée :
 - au passage à 40 % de la quote-part sur le périmètre JV1 à partir de 2021 au lieu de 2019 (+ 17 M€) ;
 - à la poursuite de la revue de la modélisation sur la quasi-totalité des produits (- 14 M€).
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segment, la mise à jour du volume APE (+ 33 M€) s'explique par la hausse des volumes sur les segments Retraite et Emprunteur.
- La mise à jour du Mix Segments (- 9 M€) résulte en un impact négatif expliqué principalement par la hausse des volumes sur Consorcios dont la rentabilité est plus faible.
- La mise à jour de l'expérience (- 2 M€) est faible sur cet exercice. Elle s'explique par un Mix Produits défavorable et une baisse des chargements sur encours sur la Retraite, atténués par la baisse des dépenses sur Youse.
- La mise à jour des marchés financiers (+ 9 M€) est favorable et liée à la baisse des taux en 2019.
- La mise à jour du taux de change moyen (- 6 M€) est défavorable. Ce dernier est respectivement, pour le Brésil et l'Argentine, de 4,4134 BRL/€ et 53,8777 ARS/€ en 2019 contre 4,3085 BRL/€ et 32,9896 ARS/€ en 2018.

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

Duration (années)	2019	2018
Épargne et Retraite	7,7	7,4
Prévoyance et Risque	4,6	3,9

3.3.2 MCEV au 31 décembre 2019

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

	2019		2018		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	1 005	1,5	799	1,2	206	25,8 %
Valeur Actuelle des Profits Futurs	1 194	1,7	968	1,4	226	23,3 %
Valeur Temps des Options & Garanties	(1)	(0,0)	(1)	(0,0)	(0)	16,0 %
Coût de Friction du Capital Requis	(44)	(0,1)	(45)	(0,1)	0	(0,6 %)
Coût des Risques Non-Couvrables	(143)	(0,2)	(123)	(0,2)	(20)	16,2 %

La VIF (+ 1 005 M€) est en hausse de + 206 M€ (+ 25,8 %) par rapport à 2018, principalement en raison des ajustements initiaux (+ 86 M€), de la baisse des taux (+ 68 M€) et de la capitalisation de la VIF (+ 79 M€).

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

(En M€)	ANR	FREE SURPLUS	CAPITAL REQUIS	VIF	MCEV
MCEV 2018	824	493	331	799	1 623
Ajustements initiaux	(184)	(188)	4	86	(98)
MCEV 2018 ajustée	640	305	335	885	1 525
Contribution de la nouvelle production	(70)	(167)	98	275	206
Contribution du stock de contrats	11	11	0	79	90
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	251	306	(55)	(251)	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	71	69	2	(41)	30
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	1	(1)	15	15
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	263	221	42	77	341
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	31	31	(0)	68	100
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	(22)	(22)	0	0	(22)
Total MCEV earnings	273	230	42	146	418
Ajustements finaux	(20)	(12)	(8)	(25)	(45)
MCEV 2019	893	524	369	1 005	1 899

Les ajustements initiaux impactent la MCEV (- 98 M€) principalement du fait du paiement des dividendes (- 184 M€). L'amélioration des modèles de projection et le changement de QP sur le périmètre JV1 (QP à 51,75% jusqu'en 2020 et 40% au-delà) impactent également la MCEV à la hausse (+ 86 M€).

La contribution de la nouvelle production à l'évolution de la MCEV est de + 206 M€. Ces Affaires Nouvelles nécessitent une immobilisation de Capital Requis de + 98 M€.

La contribution du stock de contrats (+ 90 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 79 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 11 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2019 rattaché à la VIF du 31 décembre 2018 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle impactent la VIF à hauteur de - 41 M€ essentiellement liés à la sous-estimation des prestations.

Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle conduisent à une augmentation de la VIF de + 15 M€ expliquée par la révision des hypothèses non économiques.

Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de 341 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de 22,3 %).

Amérique Latine	2019	2018
MCEV N-1 ajustée	1 525	1 535
Contribution de l'activité opérationnelle	341	255
Operating MCEV Return	22,3 %	16,6 %

Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 221 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 + 100 M€ sur la MCEV, dont + 31 M€ sur l'ANR. L'impact est dû essentiellement à la baisse des taux.

Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle (- 22 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.

3.4 EUROPE HORS FRANCE

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

L'année 2019 est caractérisée par une hausse de la rentabilité sur le segment Prévoyance / Protection atténuée par une baisse sur le segment Épargne.

74 M€

21,4%

14 %

VAN 2019

TAUX DE MARGE DES
AFFAIRES NOUVELLES

DE LA VAN GROUPE

3.4.1 VALEUR AFFAIRES NOUVELLES

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2019	2018	Variation	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	82	75	7	9 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(4)	(3)	(1)	20 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(0)	(1)	1	(63) %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(4)	(4)	0	(6) %
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles	74	67	7	10%
APE	Primes Annualisées Equivalentes	348	399	(51)	(13) %
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 555	3 047	(493)	(16) %
	Taux de Marge	21,4 %	16,9 %	4,5 %	27 %
	Ratio VAP	2,9 %	2,2 %	0,7 %	32 %

Le volume APE en Europe hors France (+ 348 M€), en diminution de 13 %, résulte de la baisse de la collecte UC de CNP UniCredit Vita. A noter également le passage à 100% de la quote-part de CNP Cyprus Insurance Holdings.

La Valeur des Affaires Nouvelles est en hausse, à 74 M€ (soit + 7 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 2018	67		16,9 %
Mise à jour du modèle et du périmètre	76	9	18,8 %
Mise à jour du volume APE	71	(5)	20,4 %
Mise à jour du Mix Segments	73	2	20,9 %
Mise à jour de l'expérience	79	7	22,8 %
Mise à jour des marchés financiers	74	(5)	21,4 %
Mise à jour du taux d'impôt	74	0	21,4 %
Mise à jour du taux de change	74	0	21,4 %
Valeur des Affaires Nouvelles 2019	74	7	21,4 %
Variation	7		4,5 %

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 9 M€) correspond essentiellement au passage à 100% de la quote-part de CNP Cyprus Insurance Holdings (+ 3,4 M€), à la prise en compte d'une prime de liquidité sur la courbe des taux (VA) en Italie (+ 2,0 M€) et à la modification de la durée de projection des primes (frontières des contrats) de certains contrats sur Santander (+ 1,8 M€).
- Sans prise en compte des modifications de répartition par segment, la mise à jour du volume APE (- 5 M€) s'explique par la baisse de la collecte des produits d'Épargne de CNP Unicredit Vita suite à l'arrêt de la commercialisation du produit PIR et du précompte sur Calybra.
- La mise à jour du Mix Segments (+ 2 M€) est faible sur cet exercice.
- La mise à jour de l'expérience (+ 7 M€) est positive notamment en raison de la vente de produits mieux margés sur l'Emprunteur de Santander ainsi qu'une moindre sinistralité sur CNP Italia.
- L'environnement économique de taux bas impacte négativement la valeur sur les produits Épargne Euro (- 5 M€).

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

Duration (années)	2019	2018
Épargne et Retraite	7,4	5,3
Prévoyance et Risque	2,5	2,5

3.4.2 MCEV au 31 décembre 2019

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

	2019		2018		Variation	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	%
Valeur In Force	382	0,6	294	0,4	88	30,1 %
Valeur Actuelle des Profits Futurs	432	0,6	337	0,5	94	28,0 %
Valeur Temps des Options & Garanties	(33)	(0,0)	(29)	(0,0)	(4)	13,4 %
Coût de Friction du Capital Requis	(1)	(0,0)	(4)	(0,0)	3	(64 %)
Coûts des Risques Non Réplicables	(15)	(0,0)	(11)	(0,0)	(5)	44,2 %

La VIF Europe hors France (382 M€) est en hausse de + 30,1 % par rapport à 2018. La TVOG est en hausse en raison du contexte économique défavorable.

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 2018	847	449	398	294	1 141
Ajustements initiaux	30	32	(2)	41	71
MCEV 2018 ajustée	877	481	396	334	1 212
Contribution de la nouvelle production	(24)	(131)	106	98	74
Contribution du stock de contrats	5	5	0	27	33
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	86	202	(116)	(86)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	10	(1)	11	14	24
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	2	(2)	8	8
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	76	77	(0)	62	138
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	26	14	12	(12)	14
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	2	2	0	(2)	0
Total MCEV earnings	104	93	11	48	152
Ajustements finaux	0	0	(0)	(0)	(0)
MCEV 2019	982	574	408	382	1 364

■ **Les ajustements initiaux** impactent la MCEV (+ 71 M€) décomposée en :

- une hausse de l'ANR (+ 30 M€) du fait de l'acquisition à 100% de la filiale Chypriote (+ 83 M€), compensée par le paiement des dividendes sur Santander (- 39 M€) et Chypre (- 15 M€).
- une hausse de la VIF (+ 41 M€) principalement du fait du changement de quote-part sur Chypre (+ 32 M€) et des améliorations de modèles sur CNP Unicredit Vita et CNP Partners (+ 8 M€).

■ **La contribution de la nouvelle production** à l'évolution de la MCEV est de + 74 M€, portée en majeure partie par la filiale CNP Santander (+ 46 M€) et la filiale italienne CNP UniCredit Vita (+ 25 M€). Elle intègre le résultat net généré en 2019 par les Affaires Nouvelles pour - 24 M€ imputé à l'ANR, principalement expliqué par le précompte de commissions sur certains contrats. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 106 M€ en grande partie lié l'activité de CNP Santander.

■ **La contribution du stock de contrats** (+ 33 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 27 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+ 5 M€). L'écoulement de la VIF permet de libérer + 116 M€ au titre du Capital Requis et de transférer + 86 € vers l'ANR, portés par les résultats des stocks de la filiale italienne (+ 41 M€) et de la filiale CNP Santander (+ 29 M€). Pour les transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus, le résultat 2019 rattaché à la VIF de

décembre 2018 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV.

■ **Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle** impactent l'ANR de + 10 M€. La VIF est quant à elle impactée de + 14 M€.

■ **Les changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle** impactent la VIF à hauteur de + 8 M€.

■ Il en résulte une contribution de l'activité opérationnelle de + 138 M€ sur la MCEV (Operating MCEV Return de 11,4 %). L'OFCE est de + 77 M€.

Europe hors France	2019	2018
MCEV N-1 ajustée	1 212	1 099
Contribution de l'activité opérationnelle	138	98
Operating MCEV Return	11,4 %	8,9 %

■ **Les mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique** ont un impact de + 14 M€ sur la MCEV, dont + 26 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 - 12 M€ est principalement porté par CNP Partners (- 17 M€) suite à la détérioration des conditions de marché qui augmente, dans un nombre de scénarios toujours plus nombreux, le coût de la garantie en capital sur les contrats d'Épargne en Euro.



4

Méthodologie

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

4.1 ACTIF NET RÉÉVALUÉ

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



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

- l'élimination des actifs incorporels notamment les écarts d'acquisition, les valeurs des accords de distribution, des portefeuilles acquis et les frais d'acquisition reportés, à l'exception des frais d'acquisition dont l'amortissement a déjà été pris en compte dans la VIF ;

- la réintégration de la part des actionnaires dans les plus-values latentes non prises en compte en IFRS (notamment pour les actifs immobiliers et titres comptabilisés en coût amorti) et la déduction de la part des réévaluations des actifs financiers intégrées dans la modélisation de la valeur de portefeuille ;
- le reclassement des titres subordonnés.

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

4.1.1 CAPITAL REQUIS

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

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

Pour les pays européens, le niveau de Capital Requis correspond à 110 % du besoin de marge de solvabilité réglementaire selon la norme Solvabilité 2, net de toutes autres sources de financement telles que les titres subordonnés et les profits futurs des affaires en stock valorisés dans un univers Solvabilité 2. Le Capital Requis de chaque entité est calculé sur la base de son SCR solo. L'arrêté du 24 décembre 2019, permettant de prendre en compte les fonds excédentaires dans le ratio de solvabilité, n'a pas entraîné de revue de cette hypothèse.

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

4.1.2 FREE SURPLUS

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

4.2 VALEUR DE L'IN FORCE (VIF)

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

- la valeur temps des options et garanties (TVOG) ;
- le coût frictionnel du capital requis (FCRC) ;
- le 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 garanties induites 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. Le générateur économique Moody's Analytics 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.

Dans le contexte de taux historiquement bas, il est constaté un manque de profondeur du marché (notamment des options de taux) qui introduit une incertitude quant à la cohérence des prix des actifs sur les marchés financiers. Cette situation conduit CNP Assurances à utiliser cette année une technique de prolongation de la diffusion par forward (PPF) sur les trajectoires les plus extrêmes à la baisse. Le niveau du seuil au-delà duquel le PPF est retenu est calibré de telle sorte que les écarts de réplification des prix des options observés restent

dans les fourchettes des cours acheteurs / vendeurs des produits considérés.

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 2019.

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.



Hypothèses

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

5.1 HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES

Les calculs d'Embedded Value reposent sur des hypothèses financières déterminées à partir des conditions de marché au 31 décembre 2019.

5.1.1 Courbe des taux de référence

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

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

MATURITÉ	TAUX EN €	TAUX EN €	TAUX EN BRL	TAUX EN BRL
	au 31/12/2019	au 31/12/2018	au 31/12/2019	au 31/12/2018
1	-0,42 %	-0,33 %	4,22 %	6,35 %
2	-0,39 %	-0,28 %	4,92 %	7,06 %
5	-0,23 %	0,10 %	6,12 %	8,61 %
10	0,11 %	0,73 %	6,63 %	9,02 %
15	0,36 %	1,11 %	6,67 %	8,75 %
20	0,50 %	1,28 %	6,58 %	8,33 %
30	1,20 %	1,85 %	6,35 %	7,59 %
Taux forward ultime	3,90 %	4,05 %	5,50 %	5,35 %
Point d'entrée de l'extrapolation	20 ans	20 ans	10 ans	10 ans
Durée de convergence	40 ans	40 ans	50 ans	50 ans

Sur la zone euro, la courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 3,90 % (en baisse de 0,15 % par rapport au 31/12/2018). Pour le Brésil, le point d'entrée se situe à 10 ans et la courbe des taux converge sur 50 ans vers le taux forward ultime à 5,50 %.

Pour déterminer la courbe des taux de référence, le Groupe a choisi de s'aligner sur les exigences de la réglementation prudentielle Solvabilité 2, et d'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 31/12/2019 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	7	7	7	-	7	-	n.a

Pour rappel au 31/12/2018, la correction pour volatilité était de 24 bps pour la zone euro et la correction de risque de crédit de 10 bps. En fonction des spécificités des superviseurs locaux, des ajustements aux courbes des taux et notamment le recours à une « volatility adjustment » sont soumis au superviseur dans le cadre 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 :

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
MCEV 31/12/2018 (normales)	0,44 %	0,50 %	0,61 %	0,63 %	0,59 %	0,56 %	0,52 %	0,48 %
MCEV 31/12/2019 (normales)	0,46 %	0,48 %	0,53 %	0,57 %	0,56 %	0,54 %	0,52 %	0,50 %

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 2019.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV 31/12/2018	18,4 %	18,2 %	17,4 %	18,0 %
MCEV 31/12/2019	15,0 %	15,9 %	17,2 %	18,2 %

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

5.1.4 Calibrage des autres indices diversifiés

Deux autres indices de 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 13,9 %.

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

5.1.5 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate

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

reproduire le niveau de spread d'une obligation de notation A et de maturité 7 ans (49 bps au 31 décembre 2019) avec la matrice de transition historique suivante :

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	94,10%	5,70%	0,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AA	3,30%	89,60%	6,20%	0,30%	0,30%	0,20%	0,00%	0,10%
A	2,20%	3,40%	89,20%	4,10%	0,50%	0,50%	0,00%	0,20%
BBB	1,80%	1,80%	5,20%	88,10%	1,50%	0,60%	0,60%	0,40%
BB	0,10%	0,70%	1,30%	6,80%	82,20%	6,60%	0,70%	1,50%
B	0,00%	0,10%	1,30%	1,90%	6,10%	80,80%	5,50%	4,30%
CCC	0,00%	0,00%	0,90%	1,30%	3,20%	9,70%	75,10%	9,70%
Default	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

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	
	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2018
Brésil (BRL / €)	4,5157	4,4440	4,4134	4,3085
Argentine (ARS / €)	67,1949	43,0336	53,8777	32,9896
Norvège (NOK / €)	9,8638	9,9483	n.a.	n.a.
Suède (SEK / €)	10,4468	10,2548	n.a.	n.a.
Pologne (PLN / €)	4,2568	4,3014	n.a.	n.a.
Danemark (DKK/€)	7,4715	7,4673	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 aux lois de finance 2017 à 2020. 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 31/12/2018	22,41 %	30,82 %	26,01 %	25 %	12,50 %	45 %	35 %	12,50 %
MCEV 31/12/2019	17,56 %	30,82 %	26,01 %	25 %	12,50 %	40 % ⁽¹⁾	30 % ⁽²⁾	12,50 %

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

(2) Le taux d'impôt passe à 25% à partir du deuxième semestre 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 4,3 % au 31 décembre 2019 (2,5 % au 31 décembre 2018). Cette hausse s'explique par une revue du coût du capital des risques opérationnels et rachats afin de mieux refléter les risques partiellement pris en compte dans la MCEV dans un contexte évolutif du marché de l'assurance.

5.1.9 Taux de financement des titres subordonnés

Ceux-ci permettent de couvrir 70 % (moyenne sur le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2019 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 2019, 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 d'inflation est utilisée, en cohérence avec le marché local.

5.2.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance

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

5.2.3 Décisions de gestion futures

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

Les décisions de gestion futures prises en compte dans les environnements les plus singuliers, telles que les situations de taux courts et longs négatifs durables, ont fait l'objet d'une mise à jour en 2019. Ces nouvelles décisions de gestion s'appuient sur les stratégies d'investissement et de revalorisation appliquées au cours de l'année 2019, qui ont consisté à alléger l'exposition au risque action et baisser le taux de revalorisation accordé aux contrats.



6

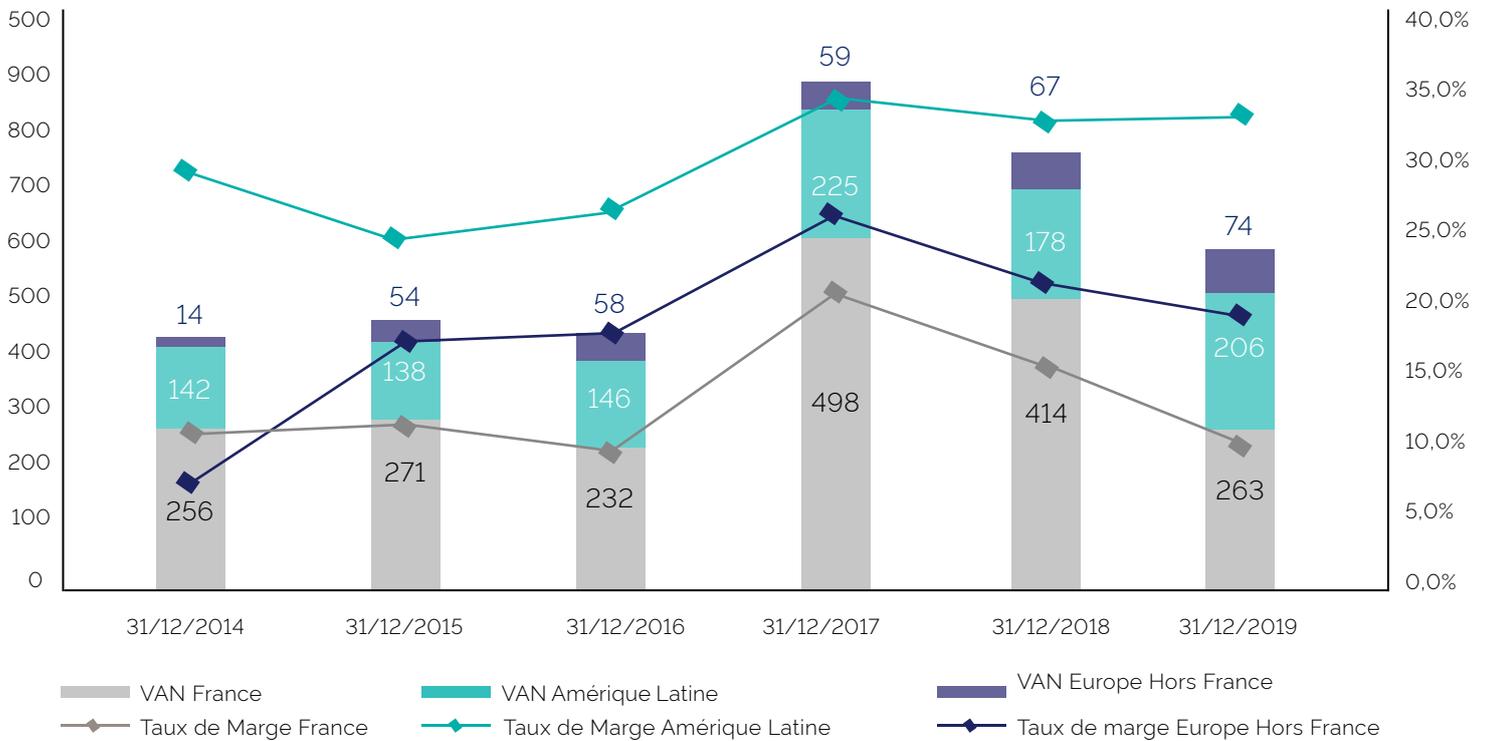
Évolution de la MCEV© depuis 2014

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

55
56

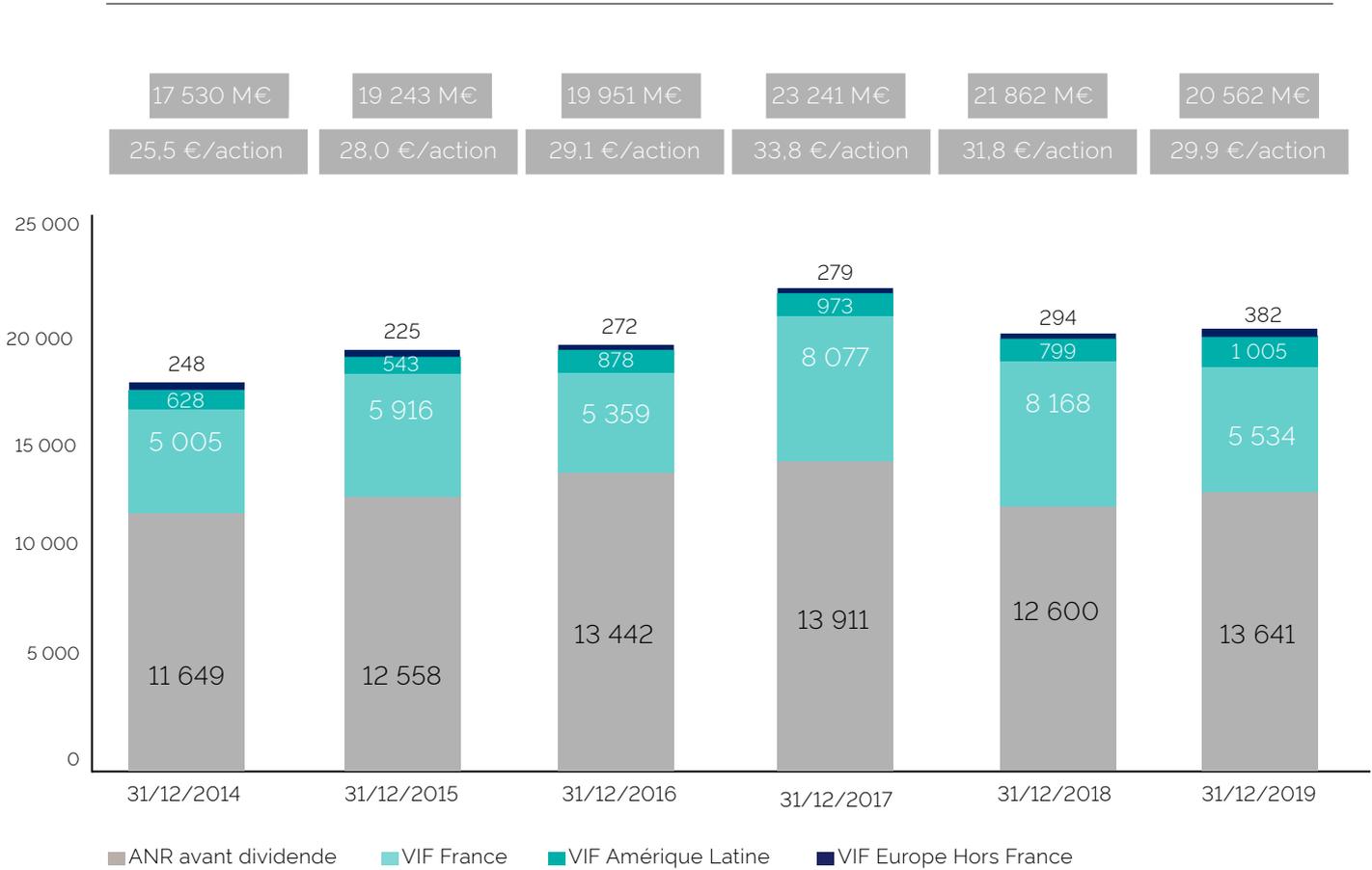
6.1 HISTORIQUE DE VAN (en M€ et taux de marge en %)

412 M€	463 M€	436 M€	782 M€	659 M€	543 M€
0,60 €/action	0,67 €/action	0,63 €/action	1,14 €/action	0,96 €/action	0,79 €/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€)





The background of the page is a soft-focus photograph. It shows a person's hands holding a book. The book's cover and pages are decorated with intricate floral and leaf patterns in shades of green, yellow, and white. The person is wearing a light-colored, textured sweater. The overall lighting is bright and natural, creating a calm and artistic atmosphere.

7

Opinion externe sur

l'embedded value

OPINION EXTERNE

CNP ASSURANCES
4 PLACE RAOUL DAUTRY
75716 PARIS CEDEX 15

Exercice clos le 31 décembre 2019

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 2019 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l'« Information MCEV© »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2019 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 2019.

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 2019,

- 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 conclus au Brésil, nous notons que l'anticipation du paiement du montant de 7 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 2019.

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 2019 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 2019, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification le 4 mars 2020.

Sans remettre en cause l'opinion ci-dessus, nous attirons votre attention sur les sections 2.3.2, 3.2.2, 4.2.2, 5.1.8 et 5.2.3 du Rapport EV qui évoquent les changements apportés par CNP Assurances pour adapter le modèle de calcul de la MCEV et certaines hypothèses dans le contexte des taux d'intérêt historiquement bas, incluant notamment l'application de la technique de prolongation de la diffusion par forward (PPF) aux scénarios stochastiques alimentant le modèle de calcul.

Ce rapport est régi par la loi française

Neuilly-sur-Seine et Courbevois, le 20 février 2020
Pricewaterhouse Coopers Audit / Mazars

Bénédicte Vignon - Eric Demerlé - Olivier Leclerc - Grégory Boutier



8

Annexes

ANNEXE A : GLOSSAIRE

62

ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

64

ANNEXE A : GLOSSAIRE

Actif net réévalué (ANR)

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

Annuel premium equivalent (APE)

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

Coût de Friction du Capital Requis (FCRC)

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

Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR)

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

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

EIOPA

European Insurance and Occupational Pension Authority,

Evolution à change constant

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

Evolution à périmètre constant

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

Free surplus

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

IFRS

International Financial Reporting Standards.

Market Consistent Embedded Value (MCEV)

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

Operating Free Cash-Flow (OFCF)

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

Rendement sur MCEV

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

Solvency capital requirement (SCR)

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

Taux de marge sur Affaires Nouvelles ou ratio APE

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

Valeur temps des options et garanties financières (TVOG)

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

Taux forward ultime (UFR)

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

Valeur des Affaires Nouvelles (VAN)

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

Valeur de l'In Force (VIF)

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

ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

ZONE GÉOGRAPHIQUE	PAYS	ENTITÉ	QUOTE-PART DETENUE
FRANCE	France	CNP Assurances	Entité consolidant
	France	CNP Caution	100,00 %
	France	MFPrévoyance	65,00 %
	France	Arial CNP Assurances	40,00 %
AMERIQUE LATINE	Brésil	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	100,00 % ⁽²⁾
	Irlande	CNP Santander Insurance	51,00 %

(1) Un changement de quote-part a impacté certains périmètres de l'entité Brésil (Vida, Prestamista et Previdência) en raison d'un avenant au protocole d'accords au Brésil : passage de 51,75 % à 40 % au 1er janvier 2021. 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 leur ANR.

(2) Au cours de l'année 2019, CNP Assurances a consolidé sa présence à Chypre avec la signature d'un accord pour l'acquisition de la participation de 49,9 % de Bank of Cyprus dans CNP Cyprus Insurance Holdings, filiale à 50,1 % de CNP Assurances depuis fin 2008.

**Assurons
un monde
plus ouvert**

