



Assurons  
un monde  
plus ouvert

**Rapport sur**

**l'Embedded Value**

31 décembre 2021



# SOMMAIRE

## 1 INTRODUCTION ..... 3

1.1 Bases de préparation et Principes clés .....	4
1.2 Contenu et périmètre.....	5

## 2 RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2021..... 6

2.1 Introduction.....	7
2.1.1 Principaux événements de l'année.....	7
2.1.2 Résultats globaux.....	8
2.2 Valeur des Affaires Nouvelles.....	9
2.3 MCEV© au 31 décembre 2021.....	12
2.3.1 Actif Net Réévalué.....	13
2.3.2 Analyse des écarts de la MCEV©.....	14
2.3.3 Analyse des écarts du Free Surplus.....	16
2.4 Implied Discount Rate.....	17
2.5 Sensibilités.....	18

## 3 RÉSULTATS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE..... 19

3.1 Aperçu.....	20
3.2 France.....	22
3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	22
3.2.2 Operating Free Cash Flow.....	23
3.3 Amérique Latine.....	24
3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	24
3.3.2 Operating Free Cash Flow.....	25
3.4 Europe Hors France.....	26
3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	26
3.4.2 Operating Free Cash Flow.....	27

## 4 MÉTHODOLOGIE ..... 28

4.1 Actif Net Réévalué.....	29
4.1.1 Capital Requis.....	29
4.1.2 Free Surplus.....	29
4.2 Valeur de l'In Force (VIF).....	30
4.2.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP).....	30

4.2.2 Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG).....	30
4.2.3 Coût de Friction du Capital Requis (FCRC).....	31
4.2.4 Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR).....	31
4.3 Valeur des Affaires Nouvelles (VAN).....	32
4.3.1 Définition des affaires nouvelles.....	32
4.3.2 Méthodologie d'évaluation.....	32
4.4 Sensibilités.....	33

## 5 HYPOTHÈSES ..... 34

5.1 Hypothèses économiques.....	35
5.1.1 Courbe des taux de référence.....	35
5.1.2 Calibrage du modèle de taux.....	36
5.1.3 Calibrage du modèle actions.....	36
5.1.4 Calibrage des autres indices diversifiés.....	37
5.1.5 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate.....	37
5.1.6 Taux de change.....	37
5.1.7 Taux d'imposition.....	38
5.1.8 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables.....	38
5.1.9 Taux de financement des titres subordonnés.....	38
5.2 Hypothèses non économiques.....	39
5.2.1 Hypothèse des frais.....	39
5.2.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance.....	39
5.2.3 Décisions de gestion futures.....	39

## 6 ÉVOLUTION DE LA MCEV© DEPUIS 2016 ..... 40

6.1 Historique de VAN (en M€ et Taux de Marge en %).....	41
6.2 Historique de MCEV© (en M€).....	41

## 7 OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE ..... 42

## 8 ANNEXES ..... 44

8.1 Annexe A : Glossaire.....	45
8.2 Annexe B : Périmètre.....	47



# 1

## INTRODUCTION

11 Bases de préparation et Principes clés .....	4
12 Contenu et périmètre.....	5

# 1.1 BASES DE PRÉPARATION ET 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 2021. L'Embedded Value (désignée indifféremment par les termes « Market-Consistent Embedded Value », « MCEV<sup>©</sup> », « Embedded Value » ou « EV ») est établie selon les « European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value © Principles » (les « principes MCEV<sup>©</sup> ») 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 2021. 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<sup>©</sup> 2021 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<sup>©</sup>

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 (« CR ») 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<sup>©</sup> 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<sup>©</sup> 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 au 31 décembre 2021. Il est structuré autour des sections suivantes :

- Section 1** : Bases de préparation et Principes clés
- Section 2** : Résultats du Groupe au 31 décembre 2021
- Section 3** : Résultats détaillés par zone géographique
- Section 4** : Méthodologie
- Section 5** : Hypothèses
- Section 6** : Évolution de la MCEV© depuis 2016
- 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 2020 sont présentés en détail dans l'Annexe B.



# 2

## RÉSULTATS DU GROUPE AU 31 DÉCEMBRE 2021

2.1 Introduction.....	7
2.1.1 Principaux événements de l'année.....	7
2.1.2 Résultats globaux.....	8
2.2 Valeur des Affaires Nouvelles.....	9
2.3 MCEV© au 31 décembre 2021.....	12
2.3.1 Actif Net Réévalué.....	13
2.3.2 Analyse des écarts de la MCEV©.....	14
2.3.3 Analyse des écarts du Free Surplus.....	16
2.4 Implied Discount Rate.....	17
2.5 Sensibilités.....	18

## 2.1 INTRODUCTION

### 2.1.1 Principaux événements de l'année

L'année 2021 a été caractérisée par plusieurs événements qui ont impacté la structure et les activités de CNP Assurances, parmi lesquels il est important de signaler :

#### Evolution du partenariat capitalistique avec La Banque Postale

La Banque Postale a signé un protocole d'accord avec le Groupe BPCE portant notamment sur la cession par ce dernier de la totalité de sa participation dans CNP Assurances à LBP. Une offre publique d'achat simplifiée pour les actionnaires minoritaires de CNP Assurances au prix de 21,90 € par action a été lancée par LBP auprès de l'Autorité des Marchés Financiers.

Il est important de noter que ce changement n'a pas d'impact sur les résultats MCEV©.

#### La finalisation de l'acquisition de l'activité d'assurance vie d'Aviva en Italie

CNP Assurances a conclu le 30 novembre 2021 la transaction relative à l'acquisition des activités d'assurance vie italiennes d'Aviva. Le prix d'acquisition s'élève à 543 M€ et a été financé par CNP Assurances sur ses Fonds Propres. Le périmètre de l'acquisition porte sur 51 % de la société d'assurance vie CNP Vita Assicura (ex Aviva S.p.A), le 49 % restant étant détenu par UniCredit, sur 100 % de la société d'assurance vie CNP Vita Assicurazione (ex Aviva Life S.p.A) et sur 92,99 % de CNP Vita SCARL (ex Aviva Italia Servizi S.c.a.r.l.) qui fournit des services de support aux deux compagnies. Cette opération renforce la présence de CNP Assurances sur le territoire italien.

Compte tenu de la date de finalisation de l'accord, ce nouveau périmètre n'a pas été intégré dans la MCEV© 2021, en particulier l'ANR<sup>1</sup> Groupe a été retraité de l'impact de l'acquisition de ces nouvelles entités (notamment le résultat de l'année et les actifs incorporels) afin d'assurer la cohérence avec les autres indicateurs calculés dans la MCEV©.

#### Rachat du portefeuille Allianz et Génération Vie

Suite à la conclusion d'un transfert règlementé, le portefeuille des contrats d'épargne précédemment assuré par Allianz Vie et Génération Vie, a été transféré auprès de CNP Assurances avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2021. Ces contrats, actuellement en *run-off*, sont distribués auprès de la clientèle de LBP.

La valeur de l'encours total au 31 décembre 2020 s'élève à 2,2 Md€, avec 0,9 Md€ sur la partie en euros et 1,3 Md€ sur la partie en unités de compte. Ces portefeuilles sont intégrés dans la MCEV© au 31 décembre 2021 au même titre que le reste du segment Épargne.

#### Acquisition des minoritaires de MFPrévoyance

CNP Assurances détenait l'entité MFPrévoyance à hauteur de 65 % depuis 2010. En date du 1<sup>er</sup> juillet 2021, CNP Assurances a acquis la totalité des intérêts minoritaires de MFPrévoyance.

#### Amélioration du contexte économique et remontée des taux

Malgré une remontée cette année, la persistance de la situation de taux bas au sein de la zone euro continue d'impacter la rentabilité de l'activité d'Épargne-Retraite. La stratégie de diversification et de transformation de l'encours mise en œuvre en France par CNP Assurances se poursuit en 2021, ce qui contribue à maintenir élevée la proportion des ventes des supports en unités de compte au niveau du Groupe (37 % base APE).

#### Contexte sanitaire

L'arrivée des vaccins a permis à l'activité commerciale de reprendre des niveaux similaires à ceux d'avant la crise. Au Brésil, une hausse de la mortalité a été constatée sur les trois premiers trimestres de 2021, ne remettant néanmoins pas en cause la sinistralité future attendue. Les impacts techniques et financiers de la crise de la COVID-19 demeurent limités à l'échelle du Groupe sur les métriques prospectives.

<sup>1</sup> L'ANR Groupe a ainsi été retraité du résultat part du groupe, y compris badwill des nouvelles entités pour un impact de - 35,8 M€ ainsi que de l'actif incorporel représentant la valeur du portefeuille acquis (VOBA) pour un impact de + 217,4 M€. L'intégration de l'acquisition aurait conduit à un ANR de 15 034 M€ (21,9 € par action) : la MCEV© aurait été impactée par ailleurs de l'intégration de la VIF des portefeuilles acquis (non estimée à ce jour).

## 2.1.2 Résultats globaux

La valeur des Affaires Nouvelles du Groupe en 2021 s'établit à + 437 M€, en hausse de 54 % par rapport à 2020, soit + 153 M€ (+ 165 M€ à change constant « cc », soit + 58 %). La hausse de la VAN s'explique par les éléments suivants :

- La France présente une VAN en forte progression (+ 144 M€) avec un effet économique favorable (VAN + 65 M€), combiné à la hausse des volumes sur l'Épargne UC (APE + 42 %) et l'Emprunteur (APE + 28 %). A cela s'ajoute l'amélioration de la sinistralité en Prévoyance Collective (VAN + 23 M€) ;
- Malgré l'arrêt des ventes sur les crédits immobiliers (nouveaux accords), la VAN de l'Amérique Latine est en hausse (+ 4 M€ à change constant), portée par la Retraite. A change courant, la VAN de l'Amérique Latine est en baisse de 8 M€ ;
- La VAN de l'Europe hors France est en croissance de 17 M€, liée à l'amélioration des conditions économiques impactant les segments d'Épargne (VAN + 6 M€), couplée à la revue du mécanisme de participation aux bénéfices sur CNP Santander (VAN + 9 M€).

Le taux de marge Groupe s'élève à 15,6 %, en hausse de 3,4 pts (+ 3,6 pts à change constant). Cette augmentation est expliquée par la France (+ 6,3 pts), contrebalancée par la situation en Amérique Latine (- 3,4 pts à change courant).

L'Embedded Value du Groupe s'élève à + 20 566 M€, soit une hausse de 4 310 M€ (+ 27 %) au cours de la période dont - 618 M€ liés à des ajustements initiaux (y compris dividendes) détaillés dans la section 2.3.2, + 1 623 M€ au titre de la contribution opérationnelle, + 3 285 M€ au titre des effets économiques hors change, + 20 M€ dus à la mise à jour des taux d'imposition sur les sociétés et des taux de change.

L'ANR Groupe s'élève à + 15 215 M€, en augmentation de 630 M€ par rapport à 2020. Cette progression est expliquée par la croissance du résultat, en particulier en France.

A noter que l'ensemble des éléments sont présentés hors impacts des opérations CNP Vita Assicura et CNP Vita Assicurazione ce qui a nécessité en particulier un retraitement des effets de l'opération sur l'ANR Groupe.

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

Les tableaux ci-dessous présentent les principaux résultats en termes de VAN et MCEV© :

(En M€, %)		2021	2020
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>437</b>	<b>284</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	2 804	2 332
VAP	Valeur Actuelle des Primes	24 583	20 463
	<b>Taux de marge</b>	<b>15,6 %</b>	<b>12,2 %</b>
	Ratio VAP	1,8 %	1,4 %

(En M€, %)		2021	2020
<b>MCEV©</b>	<b>Market Consistent Embedded Value</b>	<b>20 566</b>	<b>16 256</b>
VIF	Valeur de l'In Force	5 351	1 671
ANR	Actif Net Réévalué	15 215	14 586
	Rendement sur MCEV©	10,4 %	8,1 %
IDR	Implied Discount Rate	10,1 %	7,2 %
<b>OFCF</b>	<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>1 896</b>	<b>1 834</b>
	Dont les titres subordonnés <sup>(1)</sup>	84	500

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

NB. L'arrêté ministériel relatif aux fonds excédentaires en assurance vie paru au Journal Officiel du 28 décembre 2019 autorise les compagnies d'assurance à reconnaître une partie de la Provision pour Participation aux Excédents (« PPE ») en éléments éligibles à la couverture du SCR (« Solvency Capital Requirement ») sous formes de fonds excédentaires permettant ainsi d'améliorer leur taux de couverture. Parmi les méthodes proposées par l'ACPR, la méthode dite complète a été retenue par CNP Assurances dans le cadre des calculs de Solvabilité 2. Cependant, aucun ajustement relatif à la PPE n'est pris en compte pour la MCEV©, que ce soit pour l'estimation de la valeur de l'In Force, du Capital Requis ou de la Valeur des Affaires Nouvelles.



## 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.

		2021		2020		Variation	
		M€	€ par action <sup>(1)</sup>	M€	€ par action <sup>(1)</sup>	M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	820	1,19	609	0,89	212	35 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(245)	(0,36)	(193)	(0,28)	(52)	27 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(26)	(0,04)	(19)	(0,03)	(7)	35 %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(113)	(0,16)	(113)	(0,16)	(0)	0 %
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>437</b>	<b>0,64</b>	<b>284</b>	<b>0,41</b>	<b>153</b>	<b>54 %</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes		2 804		2 332	473	20 %
VAP	Valeur Actuelle des Primes		24 583		20 463	4 120	20 %
	<b>Taux de marge</b>		<b>15,6 %</b>		<b>12,2 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>28 %</b>
	Ratio VAP		1,8 %		1,4 %	0,4 %	28 %

(1) Nombre d'actions au 31 décembre 2020 et au 31 décembre 2021 : 686 618 477

**La VAN Groupe est en hausse de 153 M€ (+ 54 % à change courant). Cette hausse est expliquée par les évolutions des composantes suivantes :**

- La Valeur Actuelle des Profits Futurs (« PVFP ») est en hausse (+ 35 %) par rapport à 2020 :
  - En France, la hausse s'explique d'une part par les effets économiques favorables en lien avec la hausse des taux et d'autre part par des effets opérationnels en lien avec la hausse des volumes sur les segments d'Épargne et Emprunteur, le mix produits €/UC, ainsi que par l'amélioration de la sinistralité future en Prévoyance Collective ;
  - Au Brésil, l'impact positif lié à la bonne dynamique des contrats Retraite est compensé par l'arrêt des ventes sur les crédits immobiliers (nouveaux accords) et par les effets de change ;
  - En Europe hors France, les effets économiques favorables sur les segments d'Épargne sont accompagnés d'effets positifs liés à la revue du mécanisme de participation aux bénéfices sur CNP Santander.
- La Valeur Temps des Options et Garanties (« TVOG ») passe de - 193 M€ en 2020 à - 245 M€ en 2021 en lien avec la croissance des volumes sur les segments d'Épargne.
- Le Coût de Friction du Capital Requis (« FCRC ») à - 26 M€, impacte faiblement la Valeur des Affaires Nouvelles.
- Le Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (« CRNHR ») se porte à - 113 M€.

**Le volume APE Groupe (2 804 M€) est en hausse de 20 % par rapport à 2020. La hausse est expliquée par :**

- Une collecte en hausse sur tous les segments en France (APE à + 1 987 M€, + 29 %), en particulier sur les segments Épargne UC (+ 42 %), Épargne en € (+ 28 %) et Emprunteur (+ 28 %);
- Une collecte en hausse sur le périmètre Amérique Latine (APE à + 490 M€, +14 % à change constant) portée principalement par les segments Retraite (APE + 43 % à change constant) et Prévoyance Individuelle (APE + 9 % à change constant). Une baisse est constatée sur le segment Emprunteur (APE - 41 % à change constant) avec l'arrêt des ventes sur les crédits immobiliers (nouveaux accords); baisse aussi sur Consórcio, dont la nouvelle gamme vient juste d'être commercialisée;
- Une collecte en légère hausse en Europe hors France (APE à + 327 M€, + 2 %), portée par l'Emprunteur de CNP Santander, l'Épargne de CNP Partners et de Chypre, légèrement compensée par le recul des ventes sur l'Épargne de CNP UniCredit Vita.

**Le taux de marge du Groupe s'élève à + 15,6 % en 2021 contre + 12,2 % en 2020, en hausse de 3,4 points. La hausse du taux de marge est essentiellement due à l'amélioration des conditions économiques en France et en Europe hors France.**

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

(En M€, %)	VAN	Variation	Taux de marge
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2020</b>	<b>284</b>		<b>12,2 %</b>
Mise à jour du modèle et du périmètre	308	24	13,0 %
Mise à jour du volume APE	369	60	13,0 %
Mise à jour du mix segments	331	(38)	11,6 %
Mise à jour de l'expérience	378	48	13,3 %
Mise à jour des marchés financiers	441	63	15,5 %
Mise à jour du taux d'impôt	449	8	15,8 %
Mise à jour du taux de change	437	(13)	15,6 %
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2021</b>	<b>437</b>	<b>153</b>	<b>15,6 %</b>
<b>Variation</b>	<b>153</b>		<b>3,4 %</b>

**La VAN s'élève à + 437 M€ à fin 2021 contre + 284 M€ à fin 2020, les principaux postes expliquant son évolution sont les suivants :**

- La mise à jour du modèle et du périmètre (+ 24 M€) est essentiellement expliquée par l'Amérique Latine (+ 26 M€) auquel s'ajoutent les impacts sur l'Europe hors France (- 3 M€) et la France (+ 1 M€).
  - Au Brésil, les principales évolutions portent sur la revue des hypothèses, notamment de sinistralité et d'annulation (+ 27 M€) ;
  - En Europe hors France, plusieurs évolutions de modèle impactent la valeur, notamment la revue du mécanisme de participation aux bénéficiaires sur CNP Santander (- 2 M€) ;
  - En France, plusieurs effets se compensent (+ 1 M€) : le recalibrage des scénarios économiques, la modélisation de la participation aux bénéficiaires et la prise en compte du chiffre d'affaire définitif sur le périmètre risque ;
- La mise à jour du volume APE (+ 60 M€) représente les effets de variation de volume global de primes souscrites 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 :
  - En France (+ 17 M€) : hausse des volumes sur l'Emprunteur et l'Épargne, avec un taux d'UC qui se porte à 30 % (base APE) et la proportion de contrats avec garanties brutes qui passe de 10 % à 19 %, en lien avec la poursuite de la transformation des encours sur l'Épargne ;
  - Au Brésil (+ 17 M€) : hausse des volumes sur les segments Retraite et Prévoyance Individuelle compensant une baisse sur l'Emprunteur et Consórcio suite au renouvellement des accords de partenariat ;
  - En Europe hors France (+ 1 M€) : hausse de la collecte sur le segment Emprunteur, essentiellement portée par une bonne dynamique des ventes pour CNP Santander après une année 2020 impactée par la crise sanitaire, accompagnée d'une hausse des ventes sur l'Emprunteur de CNP UniCreditVita. La collecte sur le segment de l'Épargne reste plutôt stable au global, avec des effets se compensant entre pays.
- La mise à jour du mix segments (- 38 M€) tient compte de la différence de répartition des ventes entre différents segments. Le Brésil contribue négativement au mix segments (- 29 M€), en raison d'une part de la forte hausse sur la Retraite et d'autre part de la baisse des volumes en assurance Emprunteur. Le mix segments est favorable sur la France en raison de la baisse de l'Épargne € au profit des segments Emprunteur et Épargne UC.
- La mise à jour de l'expérience (+ 48 M€) est principalement expliquée par la France (+ 47 M€) et reflète les impacts des modifications d'hypothèses non économiques, notamment des hypothèses de sinistralité (+ 23 M€), ainsi que l'effet du vieillissement d'une année sur l'Épargne en euros (+ 33 M€), contrebalancée par la mise à jour des frais (- 14 M€).
- La mise à jour des marchés financiers (+ 63 M€) reflète principalement les impacts liés à la hausse de la courbe des taux, compensée par la hausse de la volatilité des taux sur la France (+ 57 M€). L'effet est négligeable sur l'Amérique Latine (- 1 M€) et positif sur l'Épargne en Europe hors France (+ 6 M€).
- La mise à jour du taux d'impôt (+ 8 M€) et du coût de Friction du Capital reflète essentiellement l'impact des variations de plus-values latentes sur les actifs bénéficiant de taux réduits.
- La mise à jour du taux de change (- 13 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)	2021	2020
Épargne et Retraite	14,4	14,0
Prévoyance et Risque	6,3	6,3

## 2.3 MCEV© AU 31 DÉCEMBRE 2021

Le tableau suivant présente une décomposition des différentes composantes de la MCEV© du Groupe au 31 décembre 2021 ainsi qu'une comparaison par rapport à la MCEV© au 31 décembre 2020 :

	MCEV© avant distribution de dividendes 2021		MCEV© 2020 après distribution de dividendes 2020		Variation avant distribution de dividendes 2021		MCEV© 2020 avant distribution de dividendes 2020	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%	M€	€/action*
<b>ANR - Actif Net Réévalué</b>	<b>15 215</b>	<b>22,2</b>	<b>13 508</b>	<b>19,7</b>	<b>1 707</b>	<b>13 %</b>	<b>14 586</b>	<b>21,2</b>
Capital Requis	8 294	12,1	10 628	15,5	(2 334)	(22) %	10 628	15,5
Free Surplus	6 922	10,1	2 880	4,2	4 042	140 %	3 958	5,8
<b>VIF - Valeur de l'In Force</b>	<b>5 351</b>	<b>7,8</b>	<b>1 671</b>	<b>2,4</b>	<b>3 680</b>	<b>220 %</b>	<b>1 671</b>	<b>2,4</b>
Valeur Actuelle des profits futurs	13 528	19,7	9 875	14,4	3 653	37 %	9 875	14,4
Valeur Temps	(6 332)	(9,2)	(6 078)	(8,9)	(254)	4 %	(6 078)	(8,9)
Coût de Friction	(462)	(0,7)	(575)	(0,8)	114	(20) %	(575)	(0,8)
Coût des Risques non-Couvrables	(1 384)	(2,0)	(1 552)	(2,3)	168	(11) %	(1 552)	(2,3)
<b>MCEV© - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>20 566</b>	<b>30,0</b>	<b>15 179</b>	<b>22,1</b>	<b>5 387</b>	<b>35 %</b>	<b>16 256</b>	<b>23,7</b>

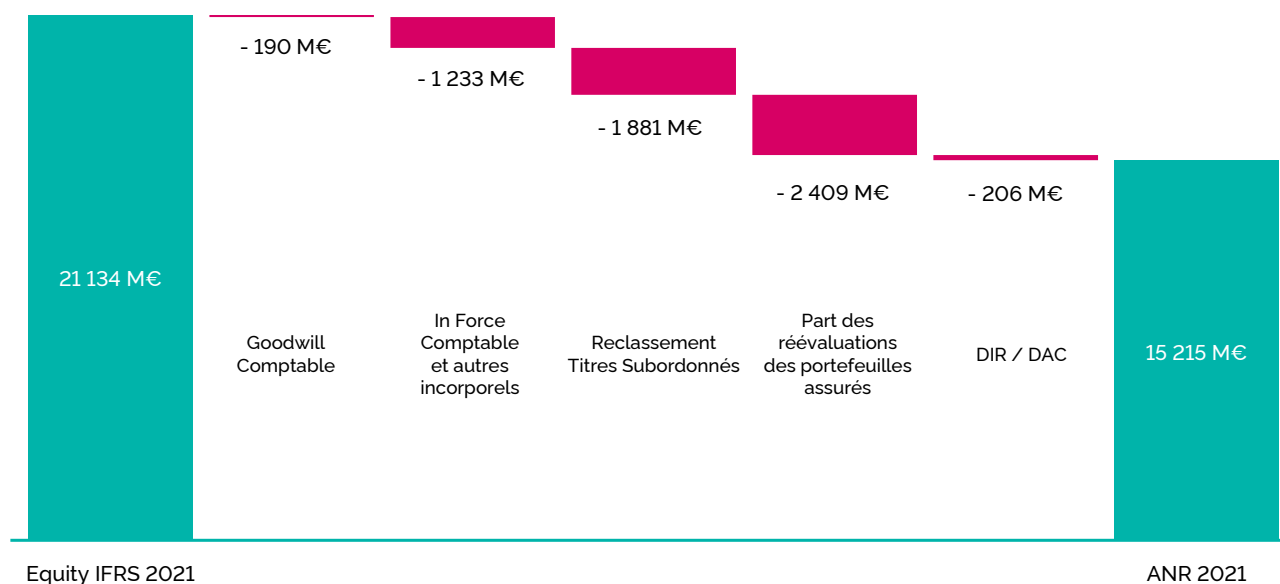
\* Nombre d'actions au 31 décembre 2021 et au 31 décembre 2020 : 686 618 477

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 2021 :



L'Equity IFRS est une donnée comptable utilisée comme base pour le calcul de l'ANR MCEV©. Cette valeur au 31 décembre 2021 intègre la contribution des capitaux propres des nouvelles entités CNP Vita Assicura et CNP Vita Assicurazione. Les retraitements des impacts de l'acquisition de ces nouvelles entités dans l'ANR Groupe au 31 décembre 2021 sont pris en compte dans l'In Force Comptable et autres incorporels.

## 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©
<b>MCEV© 2020</b>	<b>14 586</b>	<b>3 958</b>	<b>10 628</b>	<b>1 671</b>	<b>16 256</b>
Ajustements initiaux	(1 060)	(1 085)	25	442	(618)
<b>MCEV© 2020 ajustée</b>	<b>13 525</b>	<b>2 872</b>	<b>10 653</b>	<b>2 112</b>	<b>15 638</b>
Contribution de la nouvelle production	(64)	(849)	785	430	366
Contribution du stock de contrats	47	47	0	1 479	1 526
Transferts de la VIF et du Capital Requis vers le Free Surplus	1 341	2 779	(1 438)	(1 341)	0
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	241	(44)	285	(268)	(28)
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	0	(122)	122	(242)	(242)
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	84	(84)	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>1 565</b>	<b>1 896</b>	<b>(331)</b>	<b>58</b>	<b>1 623</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	82	2 113	(2 031)	3 184	3 266
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	31	31	0	(11)	19
<b>Total MCEV© earnings</b>	<b>1 677</b>	<b>4 039</b>	<b>(2 362)</b>	<b>3 231</b>	<b>4 908</b>
Ajustements finaux	12	10	2	8	20
<b>MCEV© 2021</b>	<b>15 215</b>	<b>6 922</b>	<b>8 294</b>	<b>5 351</b>	<b>20 566</b>

Les ajustements initiaux de la MCEV© recouvrent :

- La baisse de l'ANR (- 1 060 M€) correspond principalement au paiement des dividendes (- 1 077 M€). Il est important de noter que l'ANR est calculé sans prise en compte de l'opération d'acquisition des nouvelles entités italiennes, notamment avec le retraitement du résultat de l'année et des actifs incorporels.
- La hausse de la VIF de + 442 M€ s'explique principalement par les évolutions de modèle et périmètre suivants :
  - En France : amélioration de la modélisation de la participation aux bénéficiaires (+ 240 M€) ;
  - En Amérique Latine : mise à jour des hypothèses de mortalité et d'annulations (+ 109 M€) ;
  - En Europe hors France : la principale évolution est liée à la mise à jour des lois d'expérience sur CNP UniCredit Vita (- 3 M€).
- Les ajustements initiaux impactent le Capital Requis à la hausse (+ 25 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 + 437 M€. Le tableau d'Analyse des écarts présente une contribution à + 366 M€, calculée dorénavant selon les hypothèses économiques de début d'année. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2021 par les Affaires Nouvelles pour - 64 M€ imputé à l'ANR et la contribution à la VIF de fin d'année. L'augmentation correspondante du Capital Requis s'élève à + 785 M€.

**La contribution du stock de contrats** (+ 1 526 M€) résulte de la capitalisation de la VIF (+ 1 479 M€) calculée au 31 décembre 2020 et du rendement anticipé du Free Surplus (+ 47 M€) au 31 décembre 2020. Par ailleurs, le résultat 2021 rattaché à la VIF du 31 décembre 2020 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 au montant des Titres Subordonnés (« TS ») émis dans l'exercice nets de remboursements de 84 M€ en 2021.

Il en résulte une **contribution de l'activité opérationnelle** de + 1 623 M€ sur la MCEV©.

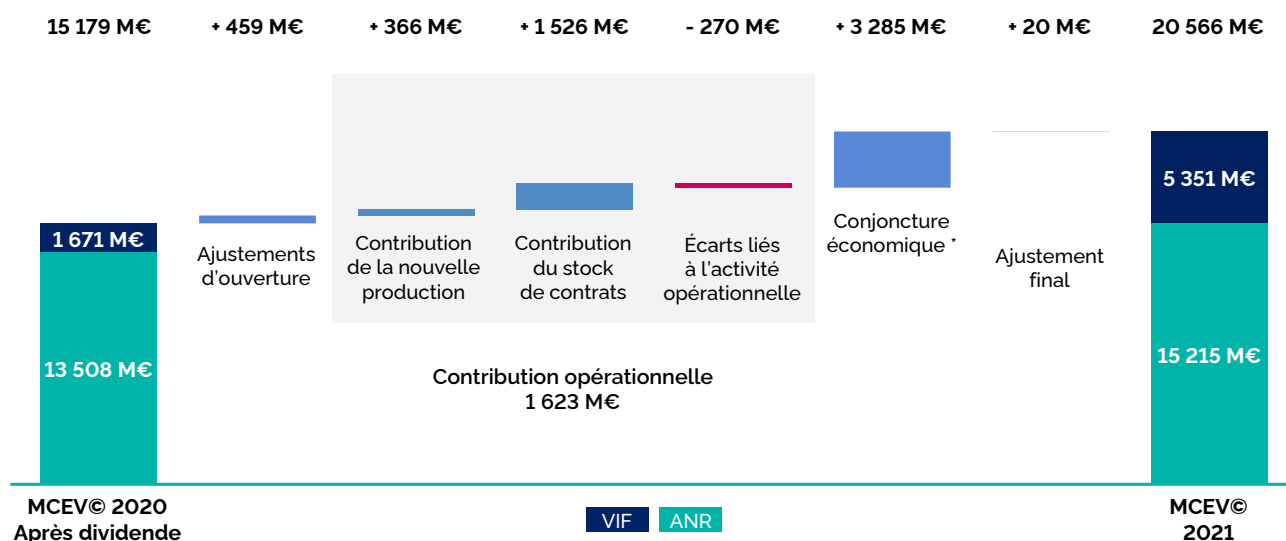
Au niveau du Free Surplus, le Cash-flow disponible de + 1 811 M€ (hors Titres Subordonnés) dégagé par les activités opérationnelles correspond à l'indicateur « Operating Free Cash-Flow ». Son interprétation et le détail de son évolution sont présentés dans le paragraphe 2.3.3.

**En complément de la contribution opérationnelle, les variations annuelles sont principalement expliquées par les effets économiques :**

- **Les mouvements liés à l'évolution du contexte économique** ont un impact sur la MCEV de + 3 266 M€ expliqué essentiellement par les effets en France sur la VIF de la hausse des taux (+ 2 872 M€) et de la hausse des marchés action (+ 676 M€), malgré la hausse des volatilités (- 776 M€). La baisse du Capital Requis (- 2 031 M€) s'explique en partie par la baisse du Capital Requis Solvabilité 2 suite à la mise à jour des hypothèses économiques, mais également par la hausse de la VIF, qui est un élément des fonds propres éligibles en couverture des exigences réglementaires. La contribution économique de la VAN (y compris mise à jour du taux d'imposition) prise en compte en 2021 est de 70 M€.
- **Les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** (+ 19 M€) résultent des écarts de fiscalité.
- **Les ajustements finaux** (+ 20 M€) correspondent principalement aux effets de change, essentiellement ceux du Real brésilien.

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

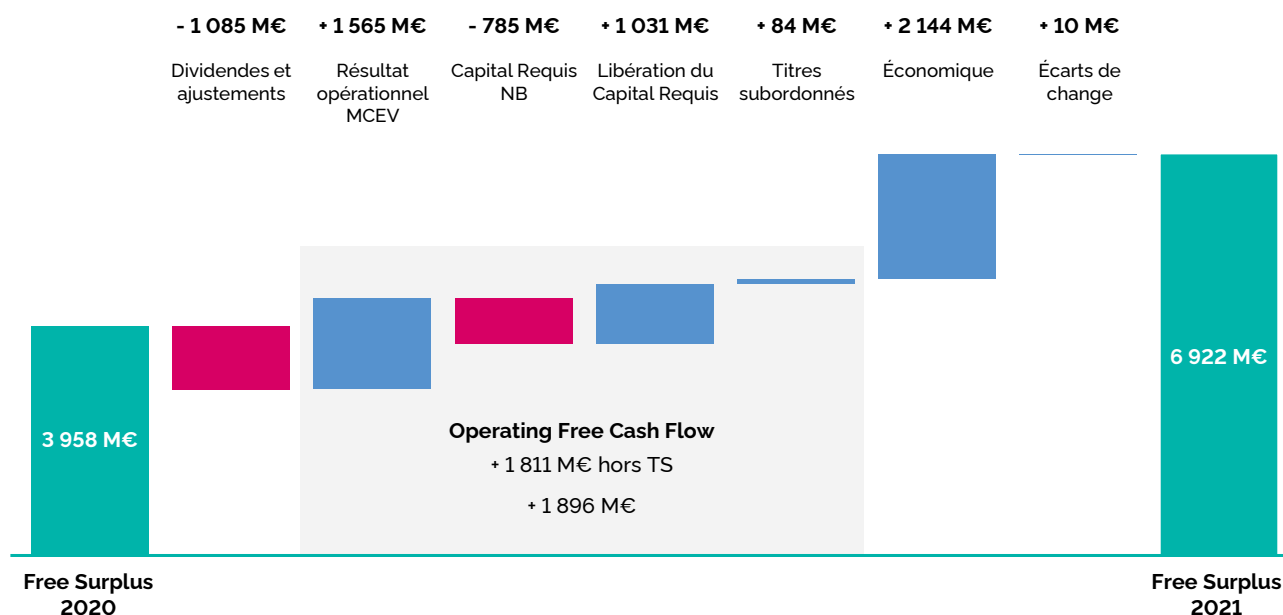
**Le graphe suivant explicite le changement de valeur de la MCEV© et de ses composantes (VIF et ANR) du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2021 en regroupant les différents impacts :**



\* y compris les autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle

### 2.3.3 Analyse des écarts du Free Surplus

Le graphique suivant explicite le changement de Free Surplus du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2021 en regroupant les différents impacts :



Le Free Surplus s'établit à + 6 922 M€, en hausse de 2 964 M€ par rapport à 2020.

L'**ajustement d'ouverture** est de - 1 085 M€ et correspond principalement au paiement de dividendes (- 1 077 M€).

La **contribution opérationnelle** s'élève à + 1 896 M€ (+ 1 811 M€ hors TS) :

- Un résultat opérationnel MCEV© 2021 de + 1 565 M€, en hausse de 128 M€ (+ 9 %) par rapport à 2020, portée essentiellement par la hausse du résultat, notamment en France ;
- Une libération de capital immobilisé plus importante de + 311 M€ (+ 1 031 M€ en 2021 vs + 720 M€ en 2020) en raison d'un capital initial plus élevé ; un capital requis de la nouvelle production en baisse par rapport à 2020 pour un impact de + 39 M€ (- 785 M€ en 2021 vs - 823 M€ en 2020), en lien avec une moindre exposition sur l'Épargne Euros au profit de produits moins coûteux en capital.
- Des dettes subordonnées d'un montant de + 84 M€.

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

La **contribution économique** est de + 2 144 M€ et résulte principalement de la hausse des taux qui a un impact favorable 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'OFCE en distinguant ses différentes composantes au 31 décembre 2021 et au 31 décembre 2020 :

(En M€)	2021	2020
Transferts de la VIF vers le Free Surplus	1 341	1 298
Produits financiers du Free Surplus	47	169
Libération de Capital Requis vers le Free Surplus	1 438	730
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	(82)	571
<b>Contribution attendue de l'In-Force</b>	<b>2 744</b>	<b>2 767</b>
Capital Requis au titre de la nouvelle production	(785)	(823)
Résultat attribuable à la nouvelle production	(64)	(110)
<b>Capital Requis au titre des Affaires Nouvelles</b>	<b>(849)</b>	<b>(934)</b>
<b>Operating Free Cash Flow</b>	<b>1 896</b>	<b>1 834</b>
Dont titres subordonnés	84	500

Au 31 décembre 2021, l'Operating Free Cash Flow est de 1 896 M€ (1 811 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. 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 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 2021, le taux IDR du Groupe est calculé sur la base d'un spread de 20 bps. Les actions et l'immobilier bénéficient respectivement d'une prime de risque de 310 bps et de 230 bps (identiques au 31 décembre 2020).

Le taux IDR s'établit à + 10,1 % au niveau du Groupe au 31 décembre 2021 contre + 7,2 % au 31 décembre 2020. Cette hausse est liée à l'amélioration des conditions économiques impactant favorablement la VIF.

## 2.5 SENSIBILITÉS

Les sensibilités de la MCEV<sup>©</sup> 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
<b>MCEV<sup>©</sup> - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>15 215</b>	<b>5 351</b>	<b>20 566</b>	<b>437</b>
Courbe des taux + 50 bps	(423)	2 178	1 755	100
Courbe des taux - 50 bps	428	(2 741)	(2 313)	(172)
Correction pour volatilité nulle (VA = 0)		(237)	(237)	(9)
Actions - 25 %	(1 152)	(2 149)	(3 301)	
Rachats - 10 %		50	50	26
Coûts - 10 %		513	513	39
Capital Requis		41	41	3
Sinistralité - 5 % - Risque longévité		(215)	(215)	0
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité		161	161	50
Volatilité taux + 25 %		(1 176)	(1 176)	(71)
Volatilité actions + 25 %		(1 316)	(1 316)	(43)

**Dans chacun des calculs de sensibilités, toutes les autres hypothèses demeurent inchangées. Aucune décision future de gestion spécifique n'a été intégrée dans les sensibilités ci-dessus (compte tenu des niveaux de taux actuels, la décision de gestion sur les taux appliquée en 2020 n'a pas été reconduite).**



# 3

## RÉSULTATS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

3.1 Aperçu.....	20
3.2 France.....	22
3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	22
3.2.2 Operating Free Cash Flow.....	23
3.3 Amérique Latine.....	24
3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	24
3.3.2 Operating Free Cash Flow.....	25
3.4 Europe Hors France.....	26
3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles.....	26
3.4.2 Operating Free Cash Flow.....	27

## 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€)	2020	63	165	55	284
	2021	207	157	72	437
	variation	144	(8)	17	153
En % de la VAN Groupe	2020	22 %	58 %	19 %	100 %
	2021	47 %	36 %	17 %	100 %
APE (En M€)	2020	1 544	466	322	2 332
	2021	1 987	490	327	2 804
	variation	443	24	5	473
Taux de marge (En %)	2020	4,1 %	35,5 %	17,2 %	12,2 %
	2021	10,4 %	32,1 %	22,1 %	15,6 %
	variation	6,3 %	(3,4 %)	4,9 %	3,4 %
		France	Amérique Latine	Europe hors France	Groupe
MCEV© (En M€)	2020	13 446	1 418	1 393	16 256
	2021	17 531	1 571	1 464	20 566
	variation	4 086	153	71	4 310
En % de la MCEV© Groupe	2020	83 %	9 %	9 %	100 %
	2021	85 %	8 %	7 %	100 %
VIF (En M€)	2020	534	803	333	1 671
	2021	3 993	975	382	5 351
	variation	3 459	172	49	3 680
ANR (En M€)	2020	12 912	614	1 059	14 586
	2021	13 538	595	1 082	15 215
	variation	626	(19)	23	630

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

(En M€)	France	Amérique Latine	Europe hors France	Groupe
<b>VIF 2021</b>	<b>3 993</b>	<b>975</b>	<b>382</b>	<b>5 351</b>
Courbe des taux + 50 bp	2 163	(11)	26	2 178
Courbe des taux - 50 bp	(2 713)	11	(39)	(2 741)
VA = 0 bp	(235)		(2)	(237)
Actions - 25 %	(2 089)		(60)	(2 149)
Rachats - 10 %	(14)	53	10	50
Coûts - 10 %	483	9	20	513
Capital Requis	41	0	0	41
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(213)		(2)	(215)
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	134	18	9	161
Volatilité taux + 25 %	(1 172)		(4)	(1 176)
Volatilité actions + 25 %	(1 313)		(3)	(1 316)

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

(En M€)	France	Amérique Latine	Europe hors France	Groupe
<b>VAN 2021</b>	<b>207</b>	<b>157</b>	<b>72</b>	<b>437</b>
Courbe des taux + 50 bp	95	(1)	6	100
Courbe des taux - 50 bp	(166)	1	(7)	(172)
VA = 0 bp	(9)		(0)	(9)
Rachats - 10 %	6	17	3	26
Coûts - 10 %	31	3	5	39
Capital Requis	3	0	0	3
Sinistralité - 5 % - Risque longévité	(1)		1	0
Sinistralité - 5 % - Risque mortalité & invalidité	45	2	2	50
Volatilité taux + 25 %	(71)		(0)	(71)
Volatilité actions + 25 %	(42)		(1)	(43)

Aucune décision future de gestion spécifique n'a été intégrée dans les sensibilités ci-dessus.

## 3.2 FRANCE

L'activité France est répartie sur plusieurs segments : l'Épargne-Retraite, l'assurance Emprunteur et la Prévoyance.

L'année 2021 est marquée par la hausse des volumes sur l'Emprunteur et l'Épargne, avec un taux d'UC qui se porte à 30 % (base APE) en lien avec la poursuite de la transformation des encours sur l'Épargne.

**207 M€** VAN 2021  
**10,4 %** TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES  
**47,4 %** DE LA VAN GROUPE

### 3.2.1 Valeur des Affaires Nouvelles

Le tableau suivant présente la décomposition de la VAN :

(En M€, %)		2021	2020	Variation	
				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	559	348	211	61 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(241)	(191)	(51)	27 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(15)	(11)	(5)	42 %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(95)	(83)	(12)	14 %
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>207</b>	<b>63</b>	<b>144</b>	<b>227 %</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	1 987	1 544	443	29 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	18 609	14 570	4 040	28 %
	<b>Taux de Marge</b>	<b>10,4 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>154 %</b>
	Ratio VAP	1,1 %	0,4 %	0,7 %	156 %

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

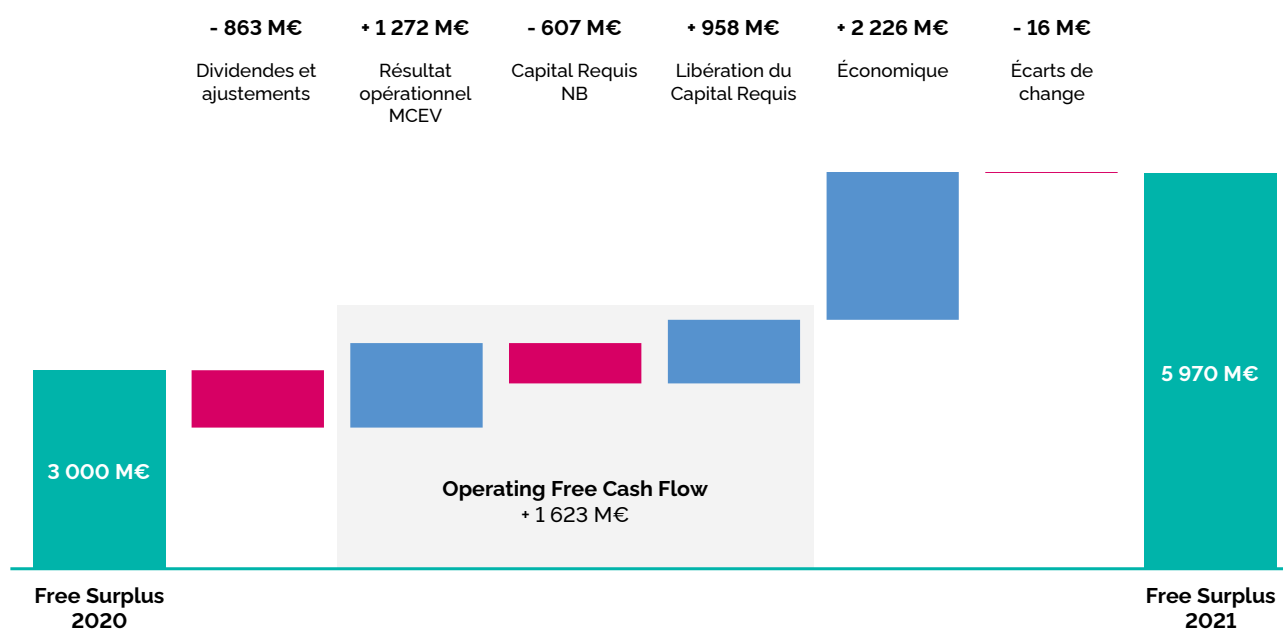
(En M€, %)	VAN	Variation	Taux de marge
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2020</b>	<b>63</b>		<b>4,1 %</b>
Mise à jour du modèle et du périmètre	65	1	4,1 %
Mise à jour du volume APE	82	17	4,1 %
Mise à jour du mix segments	95	13	4,8 %
Mise à jour de l'expérience	142	47	7,1 %
Mise à jour des marchés financiers	199	57	10,0 %
Mise à jour du taux d'impôt	207	8	10,4 %
Mise à jour du taux de change	207	0	10,4 %
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2021</b>	<b>207</b>	<b>144</b>	<b>10,4 %</b>
Variation	144		6,3 %

La hausse de la VAN et du taux de marge est principalement expliquée par l'effet marché (hausse des taux pour + 89 M€ et hausse des volatilités pour - 40 M€), combinée à la croissance des volumes sur les unités de compte et l'Emprunteur. A cela s'ajoute l'amélioration de la sinistralité sur la Prévoyance Collective, compensée partiellement par la hausse des frais.

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

Duration (années)	2021	2020
Épargne et Retraite	14,4	14,1
Prévoyance et Risque	6,4	6,5

### 3.2.2 Operating Free Cash Flow



L'OFCF atterrit à + 1 623 M€ (+ 1 538 M€ hors TS), en hausse de 120 M€ par rapport à 2020, avec :

- Un résultat opérationnel MCEV© de 1 272 M€, en hausse de + 192 M€ par rapport à 2020, porté par la hausse du RBE ;
- Une libération de capital requis sur le stock de + 958 M€ (+ 1 074 M€ en 2020) ;
- Une dotation de 607 M€ au titre des affaires nouvelles (- 650 M€ en 2020), en lien avec une moindre exposition sur l'Épargne Euros au profit de produits moins coûteux en capital.

**MCEV© (Operating MCEV© Return de + 9,9 %).**

France	2021	2020
MCEV© N-1 ajustée	12 859	17 716
Contribution de l'activité opérationnelle	1 273	1 226
Operating MCEV© Return	9,9 %	6,9 %

## 3.3 AMÉRIQUE LATINE

La zone Amérique Latine couvre les activités CNP Seguros Holding Brasil, des nouvelles joint-ventures Caixa Vida e Previdência (CVP), Consórcio Brésil et de CNP Assurances Compañia de Seguros en Argentine.

L'activité 2021 est marquée par la hausse des volumes sur les segments Retraite et Prévoyance Individuelle compensant une baisse sur l'Emprunteur suite au renouvellement des accords de partenariat.

**157 M€** VAN 2021  
**32,1 %** TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES  
**36,0 %** DE LA VAN GROUPE

### 3.3.1 Valeur des Affaires Nouvelles

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

		2021	2020	Variation	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	176	194	(18)	(10 %)
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	0	0	0	0 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(10)	(8)	(2)	19 %
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(8)	(20)	12	(60 %)
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>157</b>	<b>165</b>	<b>(8)</b>	<b>(5 %)</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	490	466	24	5 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 990	2 969	22	1 %
	<b>Taux de Marge</b>	<b>32,1 %</b>	<b>35,5 %</b>	<b>(3,4 %)</b>	<b>(10 %)</b>
	Ratio VAP	5,3 %	5,6 %	(0,3 %)	(6 %)

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
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2020</b>	<b>165</b>		<b>35,5 %</b>
Mise à jour du modèle et du périmètre	191	26	39,4 %
Mise à jour du volume APE	209	18	39,4 %
Mise à jour du mix segments	180	(30)	33,8 %
Mise à jour de l'expérience	171	(9)	32,1 %
Mise à jour des marchés financiers	170	(1)	32,0 %
Mise à jour du taux d'impôt	170	0	32,0 %
Mise à jour du taux de change	157	(13)	32,1 %
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2021</b>	<b>157</b>	<b>(8)</b>	<b>32,1 %</b>
Variation	(8)		(3,4 %)

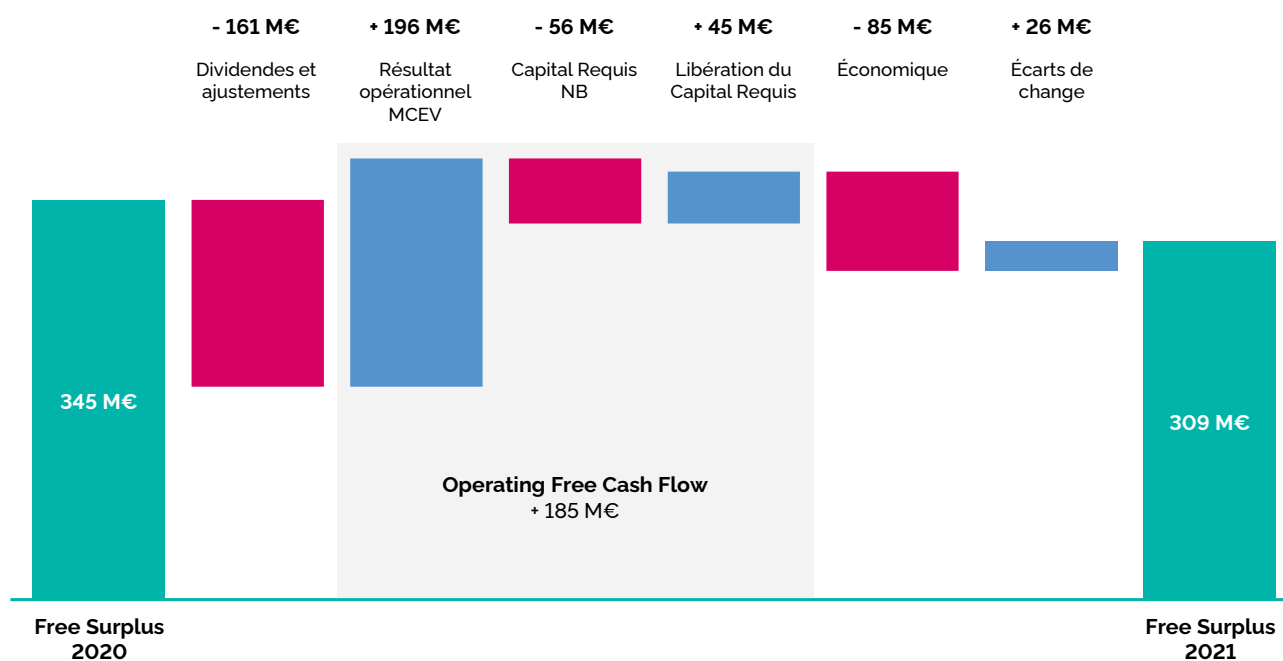
Malgré un recul des ventes sur l'Emprunteur, la VAN à change constant est en hausse en raison de la bonne dynamique sur la Retraite (APE + 43 % à change constant) et des ajustements initiaux (mise à jour des hypothèses de sinistralité et annulation).



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

Duration (années)	2021	2020
Épargne et Retraite	7,6	7,7
Prévoyance et Risque	4,9	4,4

### 3.3.2 Operating Free Cash Flow



L'OFCE atterrit à +185 M€, en baisse de 48 M€ par rapport à 2020, avec :

- Un résultat opérationnel MCEV© de +196 M€, en baisse de 75 M€ par rapport à 2020 ;
- Une libération de capital requis de +45 M€ (+37 M€ en 2020) liée à l'écoulement du portefeuille en stock au 31 décembre 2021 ;
- Une dotation de 56 M€ liée aux affaires nouvelles 2021 (-77 M€ en 2020).

**MCEV© (Operating MCEV© Return de +14,0 %).**

France	2021	2020
MCEV© N-1 ajustée	1 470	1 517
Contribution de l'activité opérationnelle	206	344
Operating MCEV© Return	14,0 %	22,7 %

## 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, la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche), CNP Luxembourg, CNP Partners et CNP Cyprus Insurance Holdings. Les activités des nouvelles entités CNP Vita Assicura et CNP Vita Assicurazione ne sont pas prises en compte.

L'année 2021 est marquée par la hausse de la collecte sur le segment risque de CNP Santander et CNP UniCreditVita. La collecte sur le segment de l'Épargne reste plutôt stable au global.

<b>72 M€</b>	<b>VAN 2021</b>
<b>22,1 %</b>	<b>TAUX DE MARGE DES AFFAIRES NOUVELLES</b>
<b>16,5 %</b>	<b>DE LA VAN GROUPE</b>

### 3.4.1 Valeur des Affaires Nouvelles

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

		2021	2020	Variation	
(En M€, %)				M€	%
PVFP	Valeur Actuelle des Profits Futurs	86	67	19	29 %
TVOG	Valeur Temps des Options & Garanties	(3)	(2)	(1)	56 %
FCRC	Coût de Friction du Capital Requis	(0)	0	(1)	(220 %)
CRNHR	Coût des Risques Non-Couvrables	(10)	(9)	(1)	6 %
<b>VAN</b>	<b>Valeur des Affaires Nouvelles</b>	<b>72</b>	<b>55</b>	<b>17</b>	<b>31 %</b>
APE	Primes Annualisées Équivalentes	327	322	5	2 %
VAP	Valeur actuelle des Primes	2 983	2 924	59	2 %
	<b>Taux de Marge</b>	<b>22,1 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>28 %</b>
	Ratio VAP	2,4 %	1,9 %	0,5 %	28 %

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

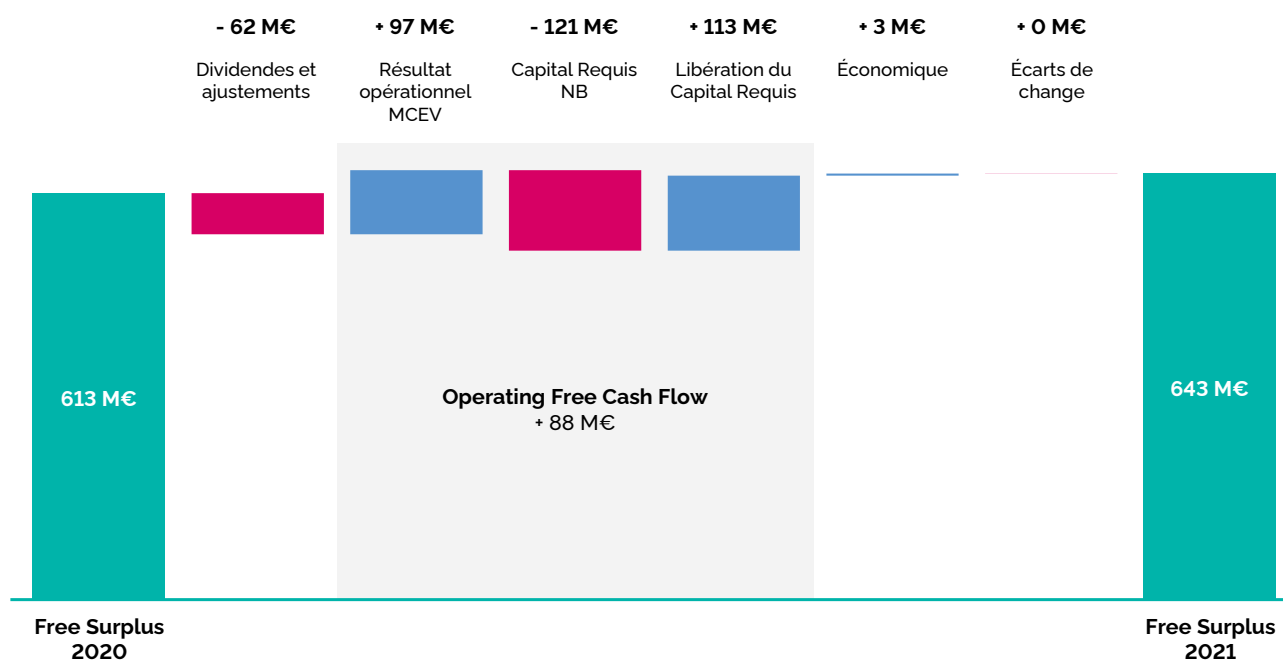
(En M€, %)	VAN	Variation	Taux de marge
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2020</b>	<b>55</b>		<b>17,2 %</b>
Mise à jour du modèle et du périmètre	52	(3)	16,2 %
Mise à jour du volume APE	53	1	16,2 %
Mise à jour du mix segments	56	3	17,1 %
Mise à jour de l'expérience	66	10	20,1 %
Mise à jour des marchés financiers	72	6	22,1 %
Mise à jour du taux d'impôt	72	0	22,1 %
Mise à jour du taux de change	72	(0)	22,1 %
<b>Valeur des Affaires Nouvelles 2021</b>	<b>72</b>	<b>17</b>	<b>22,1 %</b>
Variation	17		4,9 %

La VAN et le taux de marge sont en hausse en raison de l'amélioration des conditions économiques et de la revue du mécanisme de participation aux bénéfices sur CNP Santander. Le taux d'UC (base APE) s'élève à 85 %.

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

Duration (années)	2021	2020
Épargne et Retraite	6,2	6,7
Prévoyance et Risque	3,1	2,8

### 3.4.2 Operating Free Cash Flow



L'OFCE atterrit à + 88 M€, en hausse de 9 M€ par rapport à 2020, avec :

- Un résultat opérationnel MCEV© de + 97 M€, en hausse de 9 M€ par rapport à 2020 ;
- Une libération de capital de + 113 M€ (107 M€ en 2020) liée à l'écoulement du portefeuille en stock au 31 décembre 2021, porté par CNP Santander ;
- Une dotation de 121 M€ liée aux affaires nouvelles 2021 (- 96 M€ en 2020).

**MCEV© (Operating MCEV© Return de + 11,0 %).**

France	2021	2020
MCEV© N-1 ajustée	1 309	1 301
Contribution de l'activité opérationnelle	144	103
Operating MCEV© Return	11,0 %	7,9 %



# 4

## MÉTHODOLOGIE

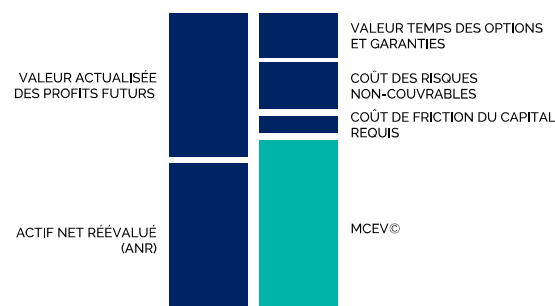
4.1 Actif Net Réévalué.....	29
4.1.1 Capital Requis.....	29
4.1.2 Free Surplus.....	29
4.2 Valeur de l'In Force (VIF).....	30
4.2.1 Valeur Actualisée des Profits Futurs (PVFP).....	30
4.2.2 Valeur Temps des Options et Garanties (TVOG).....	30
4.2.3 Coût de Friction du Capital Requis (FCRC).....	31
4.2.4 Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables (CRNHR).....	31
4.3 Valeur des Affaires Nouvelles (VAN).....	32
4.3.1 Définition des affaires nouvelles.....	32
4.3.2 Méthodologie d'évaluation.....	32
4.4 Sensibilités.....	33

## 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 :

- **Annulation des actifs incorporels** : les différents actifs incorporels dont l'amortissement n'est pas projeté dans la VIF font l'objet d'un retraitement. Ces actifs incorporels ne disposent pas d'une valeur vénale et une valeur nulle leur est attribuée pour la détermination de l'ANR. Il s'agit :
  - Des **Goodwills Comptables** qui correspondent à une écriture comptable en normes IFRS liée au prix d'acquisition d'une entité ;
  - 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.
- **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.



- **Des frais d'acquisition** reportés (DIR/DAC) correspondant à l'amortissement sur la durée des contrats des frais d'acquisition à la souscription ;
- **Passif éventuel** : CNP Assurances considère que l'anticipation du paiement relatif à certaines opérations déjà engagées ne peut pas être intégré 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. Aucun passif éventuel n'est reconnu pour l'exercice 2021.
- **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.

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 28 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 a conduit CNP Assurances à utiliser en 2019 une technique de prolongation de la diffusion par forward (PPF) sur les trajectoires les plus extrêmes à la baisse. Ce traitement a été désactivé pour la clôture annuelle 2021, afin d'être en ligne avec les calculs Solvabilité 2.

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 ou 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, dont les quantiles et paramètres ont fait l'objet de travaux d'homogénéisation en 2020. 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 2021.

#### 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.

#### Prévoyance Individuelle :

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

#### Prévoyance Collective :

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

#### Couverture de prêt :

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

#### Autres Produits :

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

### 4.3.2 Méthodologie d'évaluation

L'approche retenue pour la valorisation des Affaires Nouvelles consiste à déterminer des agrégats identiques à ceux de la valeur du stock : elle est définie comme la valeur actuelle des résultats projetés des polices souscrites dans l'année après déduction de la Valeur Temps des Options et Garanties Financières, du Coût de Friction du Capital Requis, et du Coût des Risques Résiduels Non-Couvrables. La valeur des Affaires Nouvelles s'appuie sur une projection de leurs contributions aux résultats à compter de la date de souscription.

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

- **La méthode « stand-alone »** : la valeur des Affaires Nouvelles est mesurée sans prendre en compte d'effet de mutualisation avec les contrats en stock et sans intégrer 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 et hors Prévoyance Collective en France, 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, en Espagne et pour la Prévoyance Collective en France depuis 2020, 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 de l'actif auquel sont adossés les contrats participatifs et à supposer qu'elle est réservée aux seules Affaires Nouvelles.



## 4.4 SENSIBILITÉS

### 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.

À 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.

### 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.



# 5

## HYPOTHÈSES

5.1 Hypothèses économiques .....	35
5.1.1 Courbe des taux de référence .....	35
5.1.2 Calibrage du modèle de taux .....	36
5.1.3 Calibrage du modèle actions .....	36
5.1.4 Calibrage des autres indices diversifiés .....	37
5.1.5 Calibrage du modèle de spread de crédit corporate .....	37
5.1.6 Taux de change .....	37
5.1.7 Taux d'imposition .....	38
5.1.8 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables .....	38
5.1.9 Taux de financement des titres subordonnés .....	38
5.2 Hypothèses non économiques .....	39
5.2.1 Hypothèse des frais .....	39
5.2.2 Hypothèses de sinistralité et de persistance .....	39
5.2.3 Décisions de gestion futures .....	39

## 5.1 HYPOTHÈSES ÉCONOMIQUES

Les calculs d'Embedded Value reposent sur des hypothèses financières déterminées à partir des conditions de marché au 31 décembre 2021.

### 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.

Maturités	Taux en €	Taux en €	Taux en BRL	Taux en BRL
	au 31/12/2021	au 31/12/2020	au 31/12/2021	au 31/12/2020
1	(0,58 %)	(0,62 %)	11,23 %	2,60 %
2	(0,40 %)	(0,62 %)	9,86 %	3,92 %
5	(0,08 %)	(0,56 %)	8,32 %	5,73 %
10	0,21 %	(0,37 %)	9,71 %	7,01 %
15	0,40 %	(0,17 %)	10,46 %	7,41 %
20	0,46 %	(0,09 %)	10,21 %	7,34 %
30	1,08 %	0,69 %	9,18 %	6,97 %
Taux forward ultime	3,6 %	3,75 %	5,5 %	5,5 %
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

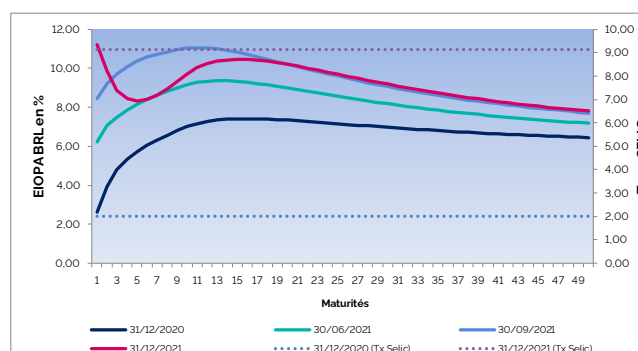
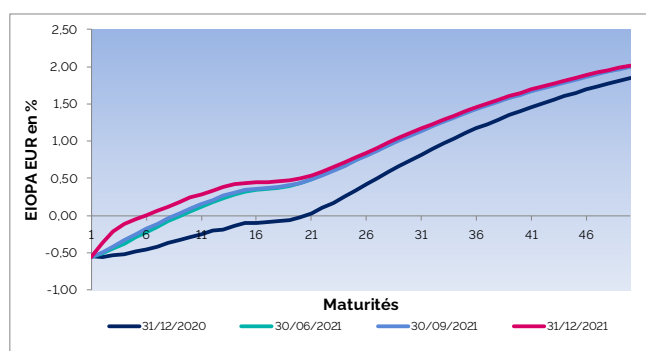
Sur la zone euro, la courbe des taux est extrapolée avec un point d'entrée à 20 ans qui converge sur 40 ans selon la technique de Smith-Wilson, vers le taux forward ultime qui s'établit à 3,6 % (en baisse de 0,15 % par rapport au 31/12/2020). Pour le Brésil, le point d'entrée se situe à 10 ans et la courbe des taux converge sur 50 ans vers le taux forward ultime à 5,5 %.

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'utiliser les courbes fournies par l'EIOPA.

Les niveaux de correction pour volatilité au 31/12/2021 pour les différentes zones au sein de la zone euro sont identiques au 31/12/2020 ; les niveaux des corrections de risque de crédit ont été mis à jour. Le détail est présenté dans le tableau ci-après :

Ajustements (bps)	France	Italie	Espagne	Irlande	Luxembourg	Chypre	Brésil
CRA	10	10	10	10	10	10	35
VA	3	3	3	-	3	-	n/a

Pour des raisons opérationnelles, l'application d'une « volatility adjustment » n'est pas systématique sur l'ensemble du Groupe. Cet ajustement n'a pas été pris en compte pour certains pays, notamment pour ceux pour lesquels cette application est fonction des spécificités des superviseurs locaux.



## 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 :

Maturités	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
MCEV© 31/12/2020 (normales)	0,37 %	0,41 %	0,49 %	0,53 %	0,53 %	0,52 %	0,50 %	0,48 %
MCEV© 31/12/2021 (normales)	0,64 %	0,64 %	0,62 %	0,60 %	0,57 %	0,54 %	0,51 %	0,48 %

Les taux réels sont générés à l'aide du modèle de Vasicek à deux facteurs, qui a été calibré sur les obligations d'État 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 2021.

Maturité	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
MCEV© 31/12/2020	19,2 %	19,4 %	19,9 %	20,5 %
MCEV© 31/12/2021	19,3 %	19,4 %	19,2 %	20,9 %

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 diversification 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 9 % et de 15,04 %.

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 (45 bps au 31 décembre 2021).

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	DEFAULT
AAA	94,2 %	5,6 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
AA	2,1 %	89,8 %	7,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
A	1,1 %	3,2 %	90,2 %	4,8 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
BBB	1,1 %	1,2 %	4,9 %	89,4 %	2,7 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %
BB	0,4 %	0,4 %	0,8 %	6,9 %	82,6 %	7,0 %	0,3 %	1,5 %
B	0,4 %	0,4 %	0,8 %	1,6 %	5,9 %	80,8 %	6,4 %	3,9 %
CCC	0,3 %	0,4 %	0,8 %	1,5 %	2,5 %	7,8 %	77,4 %	9,4 %
DEFAULT	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %

## 5.1.6 Taux de change

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

	Spot		Moyen	
	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2020
Brésil (BRL/€)	6,3101	6,3735	6,3779	5,8943
Argentine (ARS/€)	116,7277	102,8603	112,5108	81,0439
Norvège (NOK/€)	9,9888	10,4703	n.a.	n.a.
Suède (SEK/€)	10,2503	10,0343	n.a.	n.a.
Pologne (PLN/€)	4,5969	4,5597	n.a.	n.a.
Danemark (DKK/€)	7,4364	7,4409	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 baisse sur la France en accord avec la dégressivité de l'impôt sur les sociétés suite aux lois de finance 2017 à 2020. Le tableau ci-dessous montre les taux d'imposition de tous les pays du Groupe :

Période	France	Italie	Luxembourg	Espagne	Chypre	Brésil	Argentine	Irlande
MCEV@ 31/12/2020	26,19 %	30,82 %	24,94 %	25 %	12,50 %	40 % <sup>(1)</sup>	30 %	12,50 %
MCEV@ 31/12/2021	25,82%	30,82 %	24,94 %	25 %	12,50 %	40 % <sup>(1)</sup>	35 % <sup>(2)</sup>	12,50 %

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

(2) Le taux d'impôts au premier semestre 2021 a temporairement augmenté de 5 % passant de 40% à 45% pour la période de juillet 2021 à décembre 2021.

## 5.1.8 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non-couvrables

Suite à la revue méthodologique du calcul du CRNHR, deux groupes de risques sont intégrés dans le calcul du CRNHR : l'ensemble des risques qui ne sont pas projetés dans la PVFP ou dans la TVOG et l'ensemble des risques qui sont incertains et/ou asymétriques, mais qui sont considérés dans le calcul de la PVFP/TVOG. Le même taux de coût de capital est appliqué devant ces deux groupes fixé à fin 2021 à 5 %.

## 5.1.9 Taux de financement des titres subordonnés

Ceux-ci permettent de couvrir 78,5 % (moyenne sur le Groupe) du besoin de marge au 31 décembre 2021 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 2021, un taux d'inflation annuel entre 1 % et 1,75 % 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<sup>©</sup> 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.

En 2021, aucune décision future de gestion n'a été intégrée pour les sensibilités MECV. Compte tenu des niveaux de taux actuels, la décision de gestion sur les taux appliquée en 2020 n'a pas été reconduite.



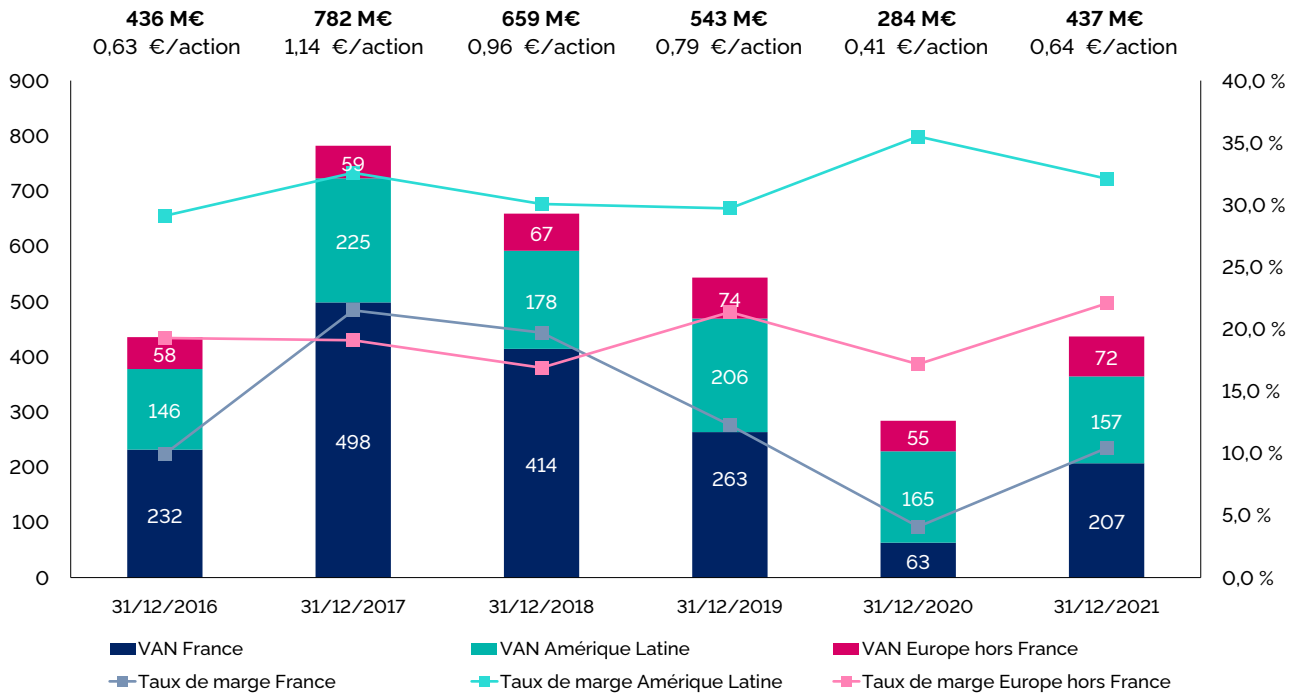
# 6

## ÉVOLUTION DE LA MCEV© DEPUIS 2016

6.1 Historique de VAN (en M€ et Taux de Marge en %).....	41
6.2 Historique de MCEV© (en M€).....	41

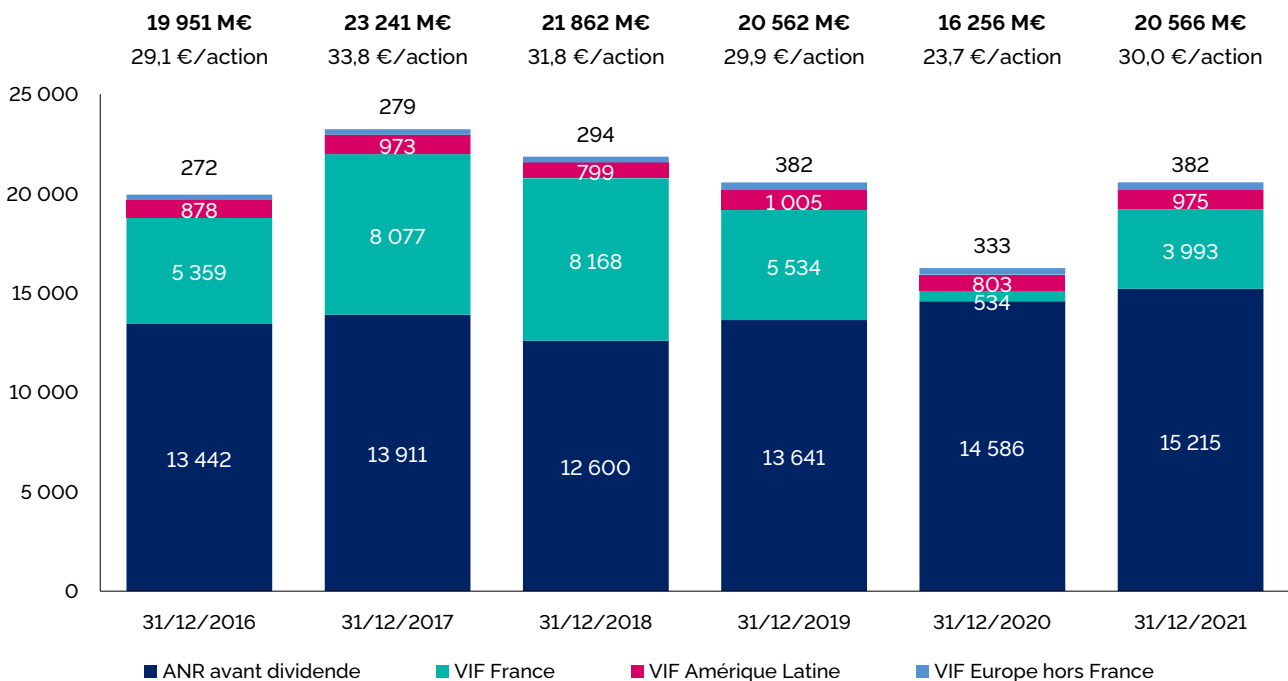


## 6.1 HISTORIQUE DE VAN (EN M€ ET TAUX DE MARGE EN %)



Le graphe ci-dessus montre l'évolution au cours du temps de la VAN du Groupe établie conformément aux principes du CFO Forum. La VAN bénéficie depuis 2014 d'une mutualisation d'une partie des richesses des stocks.

## 6.2 HISTORIQUE DE MCEV© (EN M€)





# 7

## OPINION EXTERNE SUR L'EMBEDDED VALUE

# OPINION EXTERNE

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

## Exercice clos le 31 décembre 2021

À l'attention du Directeur Général 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 2021 du groupe CNP Assurances (ci-après désignée l'« Information MCEV© »), présentée dans le Rapport Embedded Value au 31 décembre 2021 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 avril 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 2021.

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 ;

Ce rapport est régi par la loi française

- 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 2021 ;
- 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.

Nous attirons votre attention sur la section 2.11 « Principaux événements de l'année » qui évoque l'exclusion, du rapport MCEV©, de la contribution des acquisitions de CNP Vita Assicura, CNP Vita Assicurazione et CNP Vita SCARL.

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

- La cohérence des résultats de l'Information MCEV© au 31 décembre 2021 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 avril 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 2021, sur lesquels nous prévoyons d'émettre notre rapport de certification d'ici début mars 2022.

**Neuilly-sur-Seine et Courbevoie, le 17 février 2022**  
**PricewaterhouseCoopers Audit / Mazars**

**Frédéric Trouillard-Mignen - Guillaume Bénéteau - Jean-Claude Pauly - Grégory Boutier**



# 8

## ANNEXES

8.1 Annexe A : Glossaire .....	45
8.2 Annexe B : Périmètre.....	47

## 8.1 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 équivalent (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.

### Évolution 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.

### Évolution 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 dégageant 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)**

Évaluation 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.

## 8.2 ANNEXE B : PÉRIMÈTRE

Zone Géographique	Pays	Entité	Quote-part détenue
France	France	CNP Assurances	Entité consolidant
	France	CNP Caution	100,00 %
	France	MFPrévoyance	100,00 %
	France	Arial CNP Assurances	40,00 %
Amérique Latine	Brésil	Caixa Vida e Previdência	40,00 %
	Brésil	CNP Consórcio	25,00 %
	Brésil	CNP Seguros Holding Brasil	51,75 %
	Argentine	CNP Assurances Compañía de Seguros	76,47 %
Europe Hors France	Italie	CNP UniCredit Vita	57,50 %
	Italie	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 %
	Irlande	CNP Santander Insurance	51,00 %

Un changement de quote-part a impacté certains périmètres de l'entité Brésil en raison du renouvellement des accords : Vida, Prestamista et Previdência : passage de 51,75 % à 40 % au 1<sup>er</sup> janvier 2021 ; Consórcio : passage de 51,75 % à 25 % au 29 juillet 2021. Sur le reste du périmètre la quote-part à 51,75 % est maintenue. Suite à l'acquisition des minoritaires de MFPrévoyance, la quote-part passe de 65,00 % à 100,00 %.

Les entités non couvertes ont été valorisées sur la base de leur ANR.

Les entités CNP Vita Assicura et CNP Vita Assicurazione ne sont pas intégrées à la MCEV© du Groupe au 31/12/2021.





**Assurons  
un monde  
plus ouvert**

