



CNP Assurances

Rapport Embedded Value

31/12/2010

Présentation des résultats 2010

23 février 2011

Sommaire

1.	Introduction	1
2.	Résultats	2
2.1	MCEV [®] au 31 décembre 2010	2
2.2	VNB au 31 décembre 2010	3
2.3	Sensibilités	4
2.5	IDR Implied Discount Rate	6
3.	Résultats Détaillés par pays.....	7
3.1	VIF par pays au 31 décembre 2010.....	7
3.2	VNB au 31 décembre 2010.....	7
3.2.1	Volume APE	7
3.2.2	VNB par pays au 31 décembre 2010.....	8
3.3	Sensibilités	10
3.3.1	Sensibilités VIF.....	10
3.3.2	Sensibilités VNB.....	10
3.4	Analyse des écarts par pays	11
4.	Méthodologie.....	15
4.1	Périmètre Couvert.....	15
4.2	Actif Net Réévalué	16
4.2.1	Capital Requis	16
4.2.2	Free Surplus	16
4.3	Valeur d'In-Force	16
4.3.1	PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs.....	16
4.3.2	Coût de friction du capital requis	17
4.3.3	Valeur Temps des Options et Garanties.....	17
4.3.4	Coût des risques résiduels non répliquables.....	18
4.4	Valeur du New Business.....	19
4.4.1	Définition des affaires nouvelles.....	19
4.4.2	Méthodologie	19
4.4.3	APE Annual Premium Equivalent	20
4.5	Sensibilités	20
5.	Hypothèses	21
5.1	Hypothèses financières	21
5.1.1	Courbe de référence	21
5.1.2	Calibrage du modèle de taux.....	22
5.1.3	Calibrage du modèle actions	22
5.1.4	Hypothèses financières du Brésil	22
5.1.5	Hypothèses financières de l'Italie	22
5.2	Taux d'imposition.....	23
5.3	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables.....	23
5.4	Hypothèses non économiques	23
5.4.1	Evaluation des frais généraux	23
5.4.2	Hypothèse de sinistralité et de persistance.....	23
6.	Opinion Milliman	24

1. Introduction

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

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

Les valeurs publiées reposent sur une méthodologie dite « Market Consistent ». Les calculs réalisés par le groupe CNP sont conformes aux normes MCEV^{©1} édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » à l'exception de la valorisation de Caixa Seguros qui demeure basée sur une méthodologie traditionnelle. La valorisation de CNP Unicredit Vita est basée sur la courbe des taux d'emprunts d'Etat italiens et non la courbe des taux swap.

Ces travaux de valorisation font l'objet d'une revue méthodologique et d'une vérification de la cohérence des résultats conduisant à une certification par le cabinet Milliman.

Les sensibilités MCEV[©] ont par ailleurs été intégrées aux annexes IFRS7 et à ce titre font l'objet d'un audit des commissaires aux comptes.

¹ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

2. Résultats

2.1 MCEV[©] au 31 décembre 2010

	MCEV [©] 2010 avant distribution de dividendes 2010		MCEV [©] 2009 après distribution de dividendes 2009		Variation avant distribution de dividendes 2010		MCEV [©] 2009 avant distribution de dividendes 2009	
	M€	€/Action ²	M€	M€	M€	%	M€	€/Action
ANR - Actif Net Réévalué	8 993	15,1	8 512	14,3	481	6%	8 956	15,1
Capital Requis	7 623	12,8	7 496	12,6	127	2%	7 496	12,6
Free Surplus	1 369	2,3	1 016	1,7	354	35%	1 460	2,5
VIF – Valeur d'In Force	3 089	5,2	2 760	4,6	329	12%	2 760	4,6
Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 538	11,0	5 748	9,7	789	14%	5 748	9,7
Valeur Temps des Options & Garanties	-1 787	-3,0	-1 419	-2,4	-368	26%	-1 419	-2,4
Coût de Friction du Capital Requis	-1 114	-1,9	-1 132	-1,9	17	-2%	-1 132	-1,9
Coûts des Risques Non Réplicables	-548	-0,9	-438	-0,7	-110	25%	-438	-0,7
MCEV[©] - Market Consistent Embedded Value	12 081	20,3	11 271	19,0	810	7%	11 715	19,7

La valeur de la MCEV[©] 2010 de CNP Assurances s'établit à 12 081 M€ en hausse de 7% par rapport à la valeur 2009 après dividendes. Cette évolution s'appuie sur une hausse de 12% de la valeur d'In Force et de 6% de l'ANR.

Les encours du groupe augmentent de 7,6%. Cet effet combiné à l'intégration de Barclays Vida y Pensiones (BVP), et à la bonne performance des filiales internationales, se traduit par une augmentation de la valeur des profits futurs de 14%. Notons que le coût des options et garanties financières est en hausse significative de 26% dans un contexte d'écartement des spreads et de volatilité élevée des marchés financiers. Les nouvelles mesures de risques introduites par le QIS5 entraînent une augmentation du coût des risques non répliquables. A périmètre et change constant, la VIF croît de 7,2%.

Hors dividendes, l'ANR est en quasi stabilité suite à l'intégration du résultat 2010 (+1 050 M€) qui est compensée par le paiement de dividendes (- 444 M€) et l'annulation de l'impôt différé sur la réserve de capitalisation (- 554 M€).

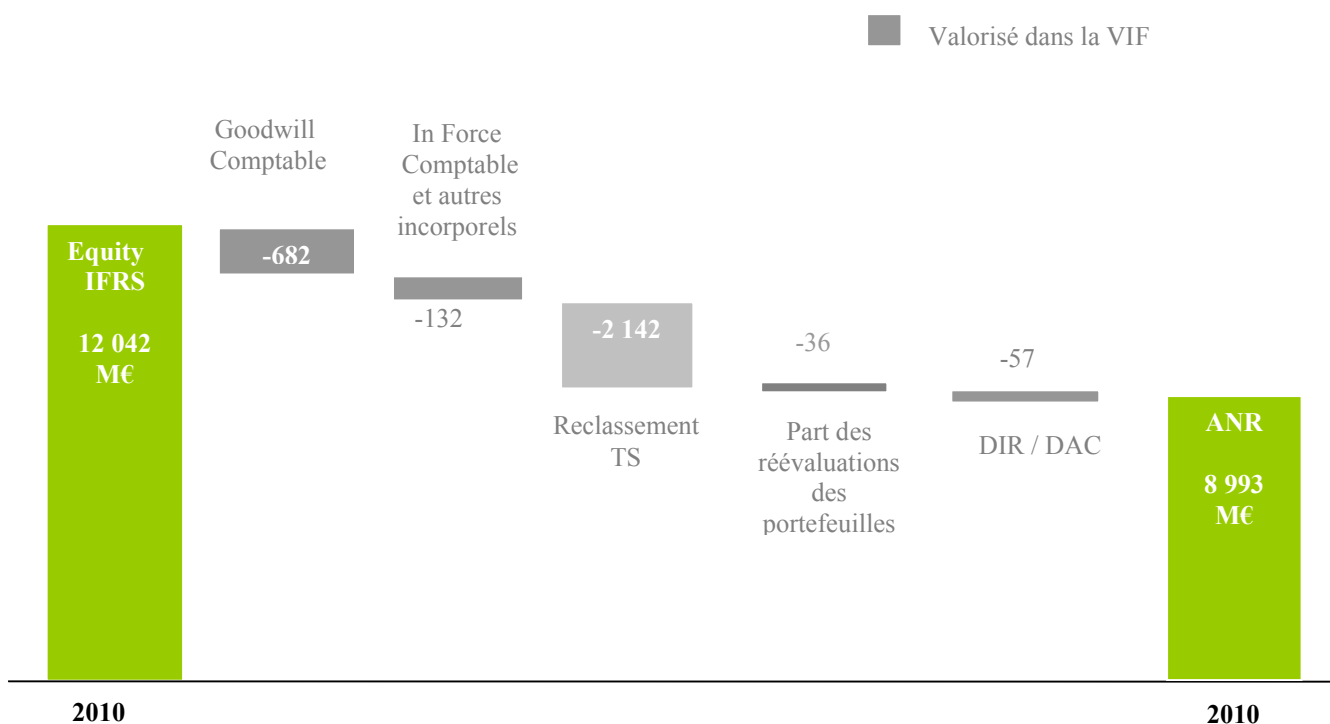
- **Actif Net Réévalué**

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

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

² Nombre d'actions au 31/12/2010 : 594 151 292. Les valeurs 2009 €/action sont rapportées au nombre d'actions 31/12/2010 (division par 4 de la valeur nominale de l'action du Groupe CNP au 06/07/2010)

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



2.2 VNB au 31 décembre 2010

Normes MCEV®	2010		2009		Variation	
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	746	1,3	663	1,1	83	13%
Valeur Temps des Options & Garanties	-177	-0,3	-150	-0,3	-27	18%
Coût de Friction du Capital Requis	-106	-0,2	-116	-0,2	10	-9%
Coûts des Risques Non Réplicables	-70	-0,1	-37	-0,1	-34	91%
Valeur New Business	393	0,7	360	0,6	33	9%
APE	3 186		3 143		42	1%
VAP	28 427		28 309		118	0%
Ratio APE	12,3%		11,5%		0,9%	8%
Ratio VAP	1,4%		1,3%		0,1%	9%

La valeur des affaires nouvelles 2010 s'établit à 393 M€ en hausse de 9% grâce notamment à l'intégration pour 25 M€ de la filiale BVP dans le périmètre valorisé.

Les évolutions détaillées par pays sont présentées à la section 3.2.1 du rapport.

Le volume APE stable (+1%) reflète une quasi stabilité du chiffre d'affaires sur le marché français et une progression sur l'international.

Le ratio APE du Groupe est en légère amélioration grâce à un mix produit favorable sur la France, lié à la reprise de la collecte des contrats en unités de compte, et à une contribution plus importante de l'international. Celle-ci représente désormais 21,5% du volume APE en 2010 contre 19,3% en 2009.

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

<i>Normes MCEV[®]</i>	VNB	Variation	Ratio APE
New Business 2009	360		11,5%
Intégration de BVP	386	26	12,1%
Mise à jour du volume APE	395	9	12,6%
Mise à jour du Mix Produit	392	-3	12,5%
Mise à jour de l'expérience	391	-1	12,5%
Mise à jour des marchés financiers	379	-12	12,1%
Mise à jour du taux d'impôt	379	0	12,1%
Mise à jour du taux de change	393	14	12,3%
New Business 2010	393	33	12,3%

La mise à jour du volume APE contribue à hauteur de 9 M€ à la croissance de la valeur des affaires nouvelles.

L'effet mix produit 2010 résulte de deux impacts à effets opposés : la révision tarifaire à la baisse de la gamme de contrats emprunteurs au Brésil suite à l'ouverture du marché est partiellement compensée par l'augmentation de la part des contrats en unités de compte sur la France.

La mise à jour des données d'expérience fait apparaître une augmentation de la sinistralité de certains contrats de prévoyance collective en France ; sur ces mêmes contrats, l'augmentation de la durée d'engagement suite au relèvement de l'âge de départ à la retraite impacte négativement la valeur des affaires nouvelles.

L'impact des marchés financiers entraîne une baisse de 0,4 point du ratio APE essentiellement liée à la hausse de la volatilité dans un contexte de taux bas.

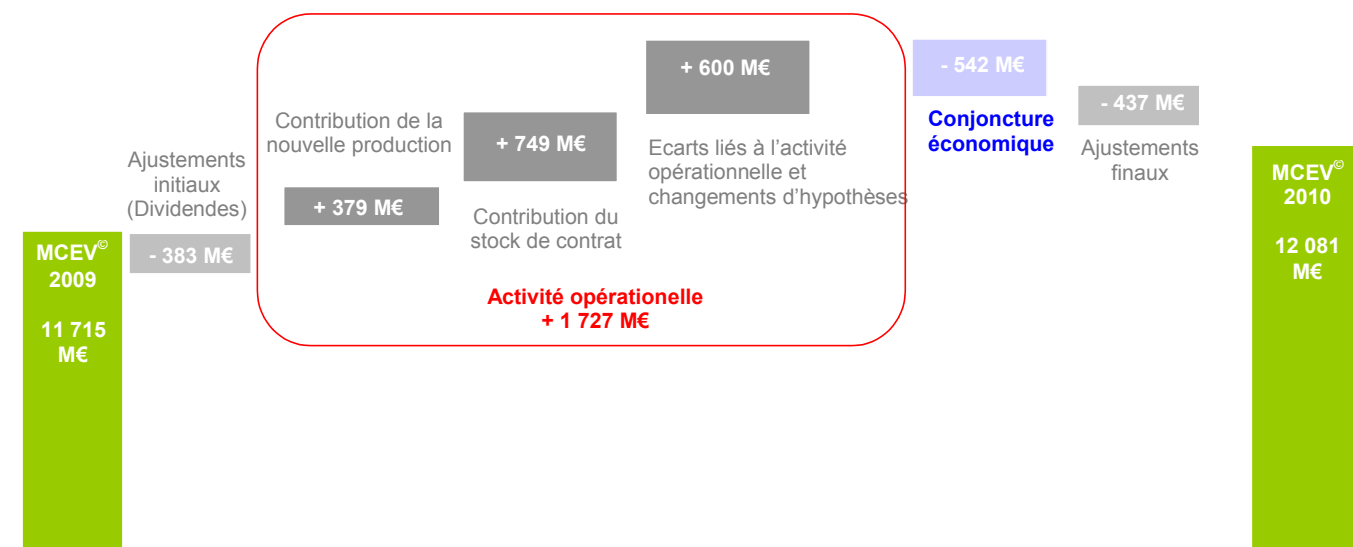
2.3 Sensibilités

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

M€	ANR	VIF	MCEV[®]	VNB
MCEV[®] - Market Consistent Embedded Value	8 993	3 089	12 081	393
Courbe des taux +100 bp	-218	218	0	14
Courbe des taux -100 bp	218	-332	-115	-120
Prime de liquidité +10 bp		50	50	3
Actions -10%	-227	-266	-493	
Rachats -10%		136	136	28
Coûts -10%		399	399	38
Capital Requis		97	97	8
Sinistralité -5% - Risque longévité		-79	-79	-1
Sinistralité -5% - Risque mortalité & invalidité		133	133	54
Volatilité taux +25%		-241	-241	-27
Volatilité actions +25%		-476	-476	-45

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

2.4 Analyse des écarts Groupe



L'analyse des écarts met en exergue la contribution significative de l'**activité opérationnelle** sur l'évolution de la MCEV[®] entre 2009 et 2010 qui se décompose en :

- un montant de 379 M€ attribué à la nouvelle production,
- une contribution de 749 M€ du stock de contrats en portefeuille au 31/12/2009,
- des écarts liés à l'activité opérationnelle et des changements d'hypothèses pour un montant de 600 M€.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2010 par une baisse de 542 M€ affectée au niveau du poste « **conjoncture économique** ». Le niveau de volatilité élevé combiné à un contexte d'écartement des spreads se traduit par une augmentation sensible de la valeur temps des options et garanties financières.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV[®] de 12 081 M€ proviennent essentiellement de la disparition de la provision pour impôt différé sur la réserve de capitalisation qui était auparavant valorisée dans la MCEV[®] (-554 M€) et de la mise à jour du taux de change euro/réal pour un montant de 134 M€.

Le tableau suivant présente l'analyse des écarts en distinguant la valeur de portefeuille (Value In Force) et l'ANR, ce dernier étant lui-même décomposé entre le Capital Requis et le Free Surplus. Ces deux dernières notions sont issues des normes de publication de la MCEV[®] définies au sein du CFO Forum. Le Capital Requis correspond au capital nécessaire à l'exercice de l'activité d'assureur selon des critères propres à chaque compagnie. CNP Assurances a fixé le niveau de capital requis à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire (Norme Solvabilité I), financé à hauteur de 40% par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2009	8 956	1 460	7 496	2 760	11 715
Ajustements initiaux	-444	-463	19	61	-383
MCEV[®] 2009 ajustée	8 512	996	7 515	2 821	11 332
Contribution de la nouvelle production	-5	-908	903	384	379
Contribution du stock de contrats	37	37	0	711	749
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	745	1 253	-508	-745	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	171	491	-320	81	252
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	347	347
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	949	874	75	779	1 727
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	25	8	17	-567	-542
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	5	5	0	-4	0
Total MCEV[®] earnings	978	886	92	208	1 186
Ajustements finaux	-497	-514	17	61	-437
MCEV[®] 2010	8 993	1 370	7 623	3 089	12 081

Le poste « ajustements initiaux » correspond :

- au niveau de l'ANR, au paiement du dividende 2009,
- au niveau de la VIF, à l'intégration de Barclays Vida y Pensiones (BVP) pour 61 M€.

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +379 M€ à l'évolution de la MCEV[®]. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2010 par les affaires nouvelles pour -5 M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 903 M€.

La contribution du stock de contrats (+749 M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+711 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+37 M€). Par ailleurs, le résultat 2010 rattaché à la VIF du 31/12/2009 est transféré vers l'ANR sans impact sur la MCEV[®].

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau de l'ANR à 171 M€. Ils résultent de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipée. Ces écarts ont conduit le groupe CNP à revoir les hypothèses liées à l'activité opérationnelle pour 347 M€. Les paramètres de sinistralité et de chute sur les portefeuilles d'épargne individuelle en France ont ainsi été revus à la baisse.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle conduisent, au niveau du Capital Requis, à une diminution de l'exigence en capital de 320 M€ suite principalement à la nouvelle émission de titres subordonnés, augmentant la part de financement du capital requis de 37% à 40%. Cette nouvelle émission se traduit également par un gain au niveau de la VIF.

Une analyse détaillée par pays est présentée dans la section suivante.

2.5 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR s'établit à 7,7% au niveau du groupe CNP au 31/12/2010 contre 7,4% au 31/12/2009 après prise en compte des ajustements initiaux. Il est calculé sur la base d'un spread de 20 bp sur les obligations corporate en portefeuille. La courbe des taux de référence bénéficie d'un spread de 20 bp et les actions d'une prime de risque de 200 bp. L'augmentation du coût des options et garanties financières et des

risques non répliquables est partiellement compensée par la baisse du capital requis suite à l'émission de titres subordonnés.

3. Résultats Détaillés par pays

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

3.1 VIF par pays au 31 décembre 2010

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

	Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne ³	
MCEV [®] 2010	Valeur Actuelle des Profits Futurs	6 538	5 718	820	552	158	73
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 787	-1 754	-33	0	-30	-2
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 114	-1 076	-38	-24	-10	-4
	Coûts des Risques Non Répliquables	-548	-533	-15	0	-7	-4
	Valeur In Force	3 089	2 355	733	528	111	63
MCEV [®] 2009	Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 748	5 171	577	423	130	
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 419	-1 400	-19	0	-19	
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 132	-1 104	-28	-19	-7	
	Coûts des Risques Non Répliquables	-438	-433	-5	0	-3	
	Valeur In Force	2 760	2 235	525	404	102	
Δ	M€	329	121	208	124	9	63
	%	12%	5%	40%	31%	8%	NS

La VIF France est en croissance de 5% en lien avec la croissance des encours de 6%. On constate par ailleurs une forte contribution des entités internationales, toujours portée par l'activité brésilienne en croissance de 31% (+16% à change constant) et par l'introduction de la filiale BVP pour 61 M€ au 31/12/2009.

3.2 VNB au 31 décembre 2010

3.2.1 Volume APE

	Groupe	France	International	dont Brésil	Dont Italie	Dont Espagne
Chiffre d'affaires IFRS 2010	32 315	26 129	6 186	2 446	2 473	850
Chiffre d'affaires IFRS 2009	32 586	26 289	6 297	1 879	3 502	
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	-1%	-1%	-2%	30%	-29%	
APE 2010	3 186	2 499	686	420	192	69
APE 2009	3 143	2 537	607	322	251	
Taux d'évolution de l'APE	1,3%	-1%	13%	30%	-24%	
VAP 2010	28 427	24 158	4 269	1 879	1 696	640
VAP 2009	28 309	24 216	4 093	1 576	2 236	
Taux d'évolution de la VAP	0%	-0%	4%	19%	-24%	

- **France**

Le volume APE est en baisse de 1% par rapport à 2009, et s'établit à 2 499 M€ : l'APE des contrats en euros est en recul de 6%, cette baisse est partiellement compensée par une forte augmentation des contrats en unités de compte (+127%).

³ Le poste « Espagne » regroupe les entités BVP Barclays Vida y Pensiones et CNP Vida

- **Brésil**

L'APE de Caixa Seguros croît de 30% (15% à change constant), porté notamment par la croissance des branches Epargne, Retraite et Consorcio. Par ailleurs, la part des contrats emprunteurs Hipotecario a diminué en 2010 en raison de l'ouverture du marché.

- **Italie**

Après une année 2009 en forte progression, le volume APE en Italie, regroupant la filiale CNP Unicredit Vita et la succursale italienne, a diminué de 24% pour s'établir à 192 M€ en 2010. Notons un changement dans le mix produit où la gamme en euros (Unigarantito) qui représentait près de 73% du volume APE en 2009 ne représente plus que 55% du profil de ventes. La gamme de contrats s'est élargie avec l'arrivée d'un contrat multisupports (Multi Ramo), qui concentre déjà 8% du volume APE.

- **Espagne**

L'intégration de la filiale BVP à hauteur de 45 M€ porte le niveau d'APE en Espagne à près de 70 M€ en incluant CNP Vida.

3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2010

	Groupe		France		International		dont Brésil		Dont Italie		Dont Espagne	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
New Business 2009	360	11,5%	212	8,3%	148	24,5%	117	36,4%	30	11,8%	0	0,0%
Intégration BVP	386	12,1%	212	8,3%	175	28,8%	117	36,4%	30	11,8%	26	35,2%
Mise à jour du volume APE	395	12,6%	208	8,3%	187	29,3%	135	36,4%	23	11,8%	26	38,2%
Mise à jour du Mix Produit	392	12,5%	231	9,2%	161	25,3%	108	29,0%	23	11,8%	28	40,5%
Mise à jour de l'expérience	391	12,5%	225	9,0%	166	26,0%	112	30,1%	22	11,5%	29	41,9%
Mise à jour des marchés financiers	379	12,1%	222	8,9%	157	24,6%	110	29,6%	19	10,1%	24	34,9%
Mise à jour du taux d'impôt	379	12,1%	222	8,9%	157	24,6%	110	29,6%	19	10,1%	24	34,9%
Mise à jour du taux de change	393	12,3%	222	8,9%	171	24,9%	124	29,6%	19	10,1%	24	34,9%
New Business 2010	393	12,3%	222	8,9%	171	24,9%	124	29,6%	19	10,1%	24	34,9%
Evolution	33	0,9%	10	0,5%	23	0,5%	7	-6,8%	-10	-1,6%	24	NS

- **France**

Le mix produit 2010 est favorable et entraîne une croissance de 0,9 point du ratio APE. La part des contrats en unité de compte passe de 3,2% en 2009 à 7,4% en 2010.

Cette augmentation du ratio APE est atténuée par la dégradation de la sinistralité et l'augmentation de l'âge de départ à la retraite sur le portefeuille Risque Collectif qui diminuent le ratio APE de 0,2 point.

En intégrant les autres effets présentés dans le tableau ci-dessus, le ratio APE est à la hausse de 0,5 point au global sur la France.

- **Brésil**

Le Brésil poursuit sa dynamique de croissance : l'augmentation du volume APE induit une hausse de 18 M€ de la VNB. La révision tarifaire de l'offre emprunteur impacte négativement la nouvelle production. Cette baisse est cependant compensée par l'appréciation du réal. Le ratio APE 2010 revient à un niveau proche du niveau de 2008.

- **Italie**

Après une année 2009 particulièrement dynamique en terme de vente, l'année 2010 se caractérise par un recul de la collecte. L'environnement économique, avec un contexte de volatilité élevée, explique l'essentiel de la baisse du ratio APE.

- **Espagne**

L'intégration de BVP porte la contribution de l'Espagne à 24 M€ pour un ratio APE de 34,9%, ce niveau de rentabilité résultant de la part importante des contrats de risque dans ce portefeuille.

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

		Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
2010	PVFP	746	550	196	133	34	27
	TVOG	-177	-168	-9	0	-8	-1
	FCRC	-106	-93	-13	-8	-3	-1
	CNHR	-70	-66	-4	0	-3	-1
	VNB	393	222	171	124	19	24
	Ratio VNB / APE	12,3%	8,9%	24,9%	29,6%	10,1%	34,9%
	Ratio VNB / VAP	1,4%	0,9%	4,0%	6,6%	1,1%	3,8%
2009	PVFP	663	485	178	125	51	
	TVOG	-150	-134	-16	0	-16	
	FCRC	-116	-104	-12	-8	-4	
	CNHR	-37	-35	-2	0	-1	
	VNB	360	212	148	117	30	
	Ratio VNB / APE	11,5%	8,3%	24,5%	36,4%	11,8%	
	Ratio VNB / VAP	1,3%	0,9%	3,6%	7,4%	1,3%	

3.3 Sensibilités

3.3.1 Sensibilités VIF

M€	Groupe	France	Internationa l	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
VIF Value of In Force	3 089	2 355	733	528	111	63
Courbe des taux +100 bp	218	238	-21	-24	-18	21
Courbe des taux -100 bp	-332	-348	15	24	12	-20
Prime de liquidité +10 bp	50	49	1	0	0	1
Actions -10%	-266	-262	-4	0	-3	-1
Rachats -10%	136	112	24	11	4	7
Coûts -10%	399	383	16	4	5	5
Capital Requis ramené au BMS	97	96	1	0	1	0
Sinistralité -5% - Risque longévité	-79	-76	-3	0	0	-3
Sinistralité -5% - Risque mortalité/invalidité	133	108	24	18	4	2
Volatilité taux +25%	-241	-222	-19	0	-19	0
Volatilité actions +25%	-476	-471	-5	0	-5	0

3.3.2 Sensibilités VNB

M€	Groupe	France	Internationa l	dont Brésil	dont Italie	dont Espagne
Valeur du New Business	393	222	171	124	19	24
Courbe des taux +100 bp	14	14	0	-4,5	1,3	3,9
Courbe des taux -100 bp	-120	-113	-6	4,8	-6,2	-5,0
Prime de liquidité +10 bp	3	3	0	0,0	0,0	0,3
Rachats -10%	28	19	9	5,9	1,2	1,9
Coûts -10%	38	32	7	3,8	1,1	1,4
Capital Requis ramené au BMS	8	8	0	0,0	0,3	-0,1
Sinistralité -5% - Risque longévité	-1	-1	0	0,0	0,0	0,0
Sinistralité -5% - Risque mortalité/invalidité	54	44	10	8,3	0,7	0,6
Volatilité taux +25%	-27	-22	-5	0,0	-4,8	0,0
Volatilité actions +25%	-45	-44	-1	0,0	-1,0	0,0

3.4 Analyse des écarts par pays

- France

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2009	8 141	923	7 218	2 235	10 376
Ajustements initiaux	-416	-419	3	-3	-420
MCEV® 2009 ajustée	7 725	504	7 221	2 231	9 956
Contribution de la nouvelle production	1	-806	807	221	222
Contribution du stock de contrats	13	13	0	622	634
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	605	1 086	-482	-605	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	136	435	-300	118	253
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	309	309
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	754	728	26	665	1 419
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	20	2	18	-541	-521
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	3	3	0	0	3
Total MCEV® earnings	777	733	44	124	901
Ajustements finaux	-637	-637	0	0	-637
MCEV® 2010	7 864	600	7 265	2 355	10 220

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement de dividendes de 444 M€ aux actionnaires du groupe CNP et la remontée des dividendes des filiales au titre de l'exercice 2009. L'ANR de BVP a par ailleurs été déduit de l'ANR France, cette société faisant désormais l'objet d'un calcul explicite de MCEV®.

La valeur de la nouvelle production contribue en 2010 à hauteur de +221 M€ à l'évolution de la VIF. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 807 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau de l'ANR à 136 M€. Ils résultent de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté et d'une expérience réelle plus favorable qu'anticipée. Ces écarts ont conduit le groupe CNP à revoir les hypothèses liées à l'activité opérationnelle pour 309 M€. Les paramètres de sinistralité et de chute sur les portefeuilles d'épargne individuelle ont ainsi été revus à la baisse.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle s'élèvent au niveau du Capital Requis à 300 M€ suite principalement à la nouvelle émission de titres subordonnés, augmentant la part de financement du capital requis de 37% à 40%. Cette nouvelle émission se traduit également par un gain au niveau de la VIF.

La conjoncture économique a un effet négatif sur la valeur de 541 M€ dans un contexte d'écartement des spreads et d'un niveau de volatilité élevé. Les effets de la conjoncture économique se traduisent essentiellement par une augmentation sensible de la valeur temps des options et garanties financières.

Le poste « ajustements finaux » regroupe principalement l'annulation de l'impôt différé sur la réserve de capitalisation et l'augmentation du capital de CNP Unicredit Vita.

- Brésil

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2009	498	391	108	404	903
Dividendes	-100	-100	0	0	-100
MCEV[®] 2009 ajustée	399	291	108	404	803
Contribution de la nouvelle production	21	-25	46	89	110
Contribution du stock de contrats	17	17	0	68	85
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	103	127	-24	-103	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	8	5	3	-25	-17
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	44	44
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	149	125	24	74	222
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	19	19	0	-11	8
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	4	4	0	0	4
Total MCEV[®] earnings	172	148	24	63	235
Ajustements finaux	74	57	17	61	134
MCEV[®] 2010	645	496	149	528	1 173

Le dividende payé par Caixa Seguros au titre de l'exercice 2009 s'élève à 100 M€. La MCEV[®] ajustée s'établit donc à 803 M€.

Les affaires nouvelles contribuent pour 110 M€ à change constant à la croissance de la MCEV[®] : le résultat 2010 des affaires nouvelles augmente l'ANR de 21 M€ et la VIF de 89 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent principalement de niveaux de frais généraux et de sinistralité plus faibles qu'anticipés. Ceci a conduit le groupe CNP à revoir les hypothèses retenues pour la projection impactant ainsi la VIF de +44 M€.

L'effet de la conjoncture économique est relativement neutre sur la valeur de Caixa Seguros, la performance réelle du compte propre par rapport au projeté compensant la baisse des plus-values latentes. Le montant de 4 M€ comptabilisé au niveau du poste « autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle » correspond à la différence entre l'impôt effectif et l'impôt calculé sur la base du taux normatif.

La mise à jour du taux de change conduit à augmenter la MCEV[®] de 134 M€.

- Italie

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2009	168	55	114	102	270
Dividendes	0	0	0	0	0
MCEV[®] 2009 ajustée	168	55	114	102	270
Contribution de la nouvelle production	-23	-60	36	43	19
Contribution du stock de contrats	2	2	0	12	14
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	25	40	-15	-25	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	16	19	-3	-9	7
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	-4	-4
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	19	1	18	18	37
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-11	-10	-1	-6	-17
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-3	-3	0	-3	-6
Total MCEV[®] earnings	5	-12	17	9	14
Ajustements finaux	66	66	0	0	66
MCEV[®] 2010	240	109	131	111	351

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +19 M€ à l'évolution de la MCEV[®]. Cette valeur intègre le résultat net généré en 2010 par les affaires nouvelles de -23 M€ (s'expliquant par le niveau de frais et commissions d'acquisition de première année). L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 36 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent essentiellement de l'activation et de l'amortissement des DIR et des DAC générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté.

Les effets de la conjoncture économique (-17 M€) se traduisent par :

- une baisse de la richesse latente des portefeuilles d'actif consécutive à la forte hausse des taux d'emprunts d'Etat italiens enregistrée fin 2010,
- une hausse du coût des options et garanties financières dans un contexte de volatilité élevée des marchés.

Les actionnaires de CNP Unicredit Vita ont procédé à une augmentation de capital afin d'accompagner la filiale dans sa stratégie de développement.

- Espagne

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2009	82	37	45	-7	75
Ajustements initiaux	74	58	16	61	135
MCEV[®] 2009 ajustée	156	95	61	54	210
Contribution de la nouvelle production	-1	-13	12	25	24
Contribution du stock de contrats	3	3	0	7	9
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	10	-3	13	-10	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	12	32	-20	-3	8
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	-2	-2
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	23	18	5	16	40
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-4	-4	0	-7	-11
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	-1	-1
Total MCEV[®] earnings	19	14	5	9	28
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
MCEV[®] 2010	175	109	66	63	238

Le poste « ajustements initiaux » comprend l'intégration de la filiale BVP pour un montant de 135 M€, permettant de porter la valeur MCEV[®] à 210 M€.

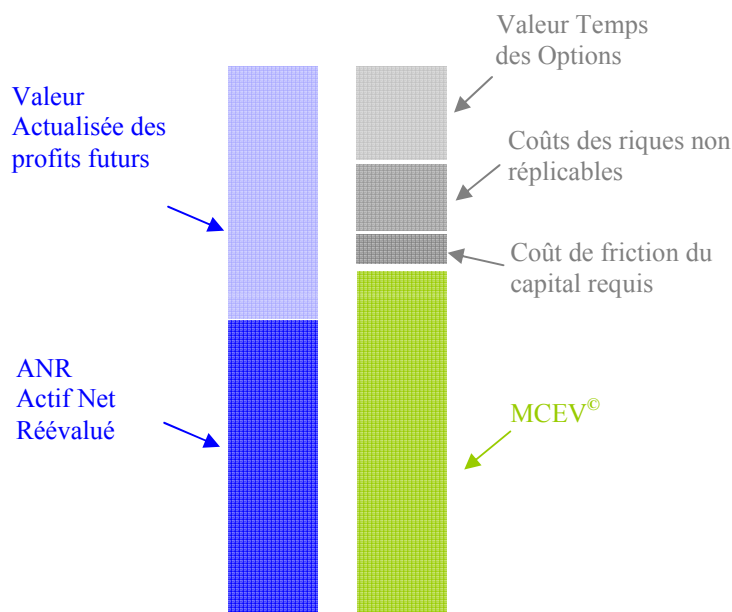
Les affaires nouvelles contribuent pour 24 M€ à la MCEV[®], selon la décomposition suivante :

- une baisse de l'ANR pour un montant de -1 M€, due au résultat 2010 des affaires nouvelles (s'expliquant par le niveau de frais de première année),
- une croissance de la VIF de 25 M€.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent essentiellement de produits exceptionnels liés au relâchement de provisions IFRS générant ainsi un écart entre le résultat réel et le résultat projeté.

La conjoncture économique impacte négativement la valeur de 11 M€, suite notamment à la hausse des spreads de crédits.

4. Méthodologie



L'Embedded Value représente la valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurance en portefeuille à la date d'évaluation. Cette valeur exclut toute prise en compte de New Business futur. La méthodologie retenue par le groupe CNP repose sur les normes de calcul MCEV^{®4} édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » au mois d'octobre 2009. Ce chapitre détaille les principes adoptés par le groupe CNP et les principales définitions sur lesquelles s'appuie la publication.

4.1 Périmètre Couvert

Le périmètre couvert concerne l'ensemble des entités du groupe contribuant significativement à la valeur, CNP Assurances et ses filiales en France et à l'international :

Zone Géographique	Entités	Quote-part détenue
France	CNP Assurances	Entité consolidante
	CNP IAM	100%
	Préviposte	100%
	ITV	100%
	CNP International	100%
	La Banque Postale Prévoyance	50%
Italie	CNP Unicredit Vita	57,5%
	Succursale Italienne de CNP Assurances	100%
Brésil	Caixa Seguros	51,75%
Espagne	CNP Vida	94%
	EstalVida	75,35%
	BVP ⁵	50%
Chypre	Marfin Insurance Holding	50,1%

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

A la fin de l'année 2010, CNP Assurances et MFP ont souhaité asseoir leurs relations commerciales et les faire évoluer vers un partenariat de nature structurelle. Cette évolution s'est accompagnée de la prise de participation par CNP de 65% dans le capital de cette structure. Pour l'exercice 2010, les activités

⁴ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

⁵ y compris activités au Portugal et en Italie

d'assurances pré-existantes avec MFP ont été valorisées selon les mêmes principes qu'au 31/12/2009. La valorisation au 31/12/2011 s'appuiera sur ce nouveau dispositif de partenariat.

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

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

Tous les calculs sont réalisés nets de réassurance et de coassurance externe.

4.2 Actif Net Réévalué

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

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

4.2.1 Capital Requis

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

Le capital requis reflète le niveau de capital que se fixe la société pour atteindre un objectif de rating et de maîtrise de ses propres risques. Le niveau de capital retenu par le groupe CNP assurances pour son pilotage correspond à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire net de toute autre source de financement tels les titres subordonnés. Ceux-ci permettent de couvrir 40% du besoin de marge au 31/12/2010.

4.2.2 Free Surplus

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

4.3 Valeur d'In-Force

4.3.1 PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs

La PVFP correspond à la valeur actualisée des profits futurs nets d'impôts générés par les polices en portefeuille à la date d'évaluation. Cette valeur est calculée sur la base d'une méthodologie « Market Consistent » à l'exception de Caixa Seguros dont la méthodologie traditionnelle a été conservée. Selon cette méthodologie MCEV[®], aucune prime de risque n'est incluse dans les rendements et les taux d'actualisation utilisés. La courbe de référence est la courbe des taux SWAP augmentée d'une prime de liquidité à l'exception de CNP Unicredit Vita pour laquelle la courbe des taux d'emprunts d'Etat italiens est utilisée.

Cette valeur intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières présentes dans le portefeuille mais pas leur valeur temps.

4.3.2 Coût de friction du capital requis

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

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

4.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties

CNP Assurances a retenu une approche Market Consistent pour l'évaluation des options et garanties financières.

Les principales options et garanties présentes dans le portefeuille de contrats sont les suivantes :

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

La valeur temps des options et garanties financières (TVOG) est générée par l'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions des marchés financiers. De manière schématique, une perte financière est supportée en totalité par les actionnaires alors que les profits financiers sont partagés selon les clauses réglementaires et contractuelles de participation aux bénéfices. La mise en œuvre de calculs stochastiques permet, sur base de simulations multiples, de balayer le champ des possibles en termes d'évolution des marchés financiers et donc de capter le coût lié aux déviations adverses des marchés.

L'évaluation s'appuie donc sur un modèle stochastique basé sur une approche risque-neutre. Cette approche consiste à définir le prix d'un actif comme l'espérance de ses flux futurs actualisés au taux sans risque instantané. Le générateur économique du groupe CNP permet de générer 1000 scénarios équiprobables projetant :

- l'évolution d'un indice action,
- le taux de dividende des actions,
- l'inflation,

- la courbe des taux réels pour les maturités entières comprises entre 1 an et 30 ans,
- la courbe des taux nominaux pour les maturités entières comprises entre 1 an et 30 ans.

La courbe des taux d'intérêt est décrite à l'aide du modèle de Heath, Jarrow et Morton (HJM) à deux sources d'aléa. L'indice de croissance des actions est modélisé à l'aide d'un mouvement brownien géométrique modifié dans lequel le drift est égal au taux court généré à l'aide du modèle HJM. Les techniques utilisées par les équipes de la CNP pour calibrer le générateur économique sont décrites dans la section "Hypothèses" de ce rapport.

Le groupe CNP a par ailleurs introduit dans son modèle de projection une composante de rachats conjoncturels ; cette composante supplémentaire prend en compte la propension des assurés à racheter leurs contrats lorsque la rémunération servie se dégrade par rapport à une référence de marché.

Compte tenu du contexte économique et financier brésilien, le groupe CNP a conservé une méthodologie traditionnelle pour la valorisation de Caixa Seguros. Cette décision est motivée par la difficulté de déterminer des paramètres financiers suffisamment stables pour effectuer des valorisations cohérentes avec les principes du CFO Forum. L'activité de Caixa Seguros consiste principalement en la couverture de risques d'assurance, les options financières restent marginales à l'échelle du groupe CNP.

4.3.4 Coût des risques résiduels non répliquables

Conformément aux principes 6 et 9 des normes de publication de l'Embedded Value, un coût doit être alloué au titre des risques financiers et non financiers non répliquables. Ce coût résulte :

- de la prise en compte de risques non valorisés par ailleurs dans la PVFP ou dans la TVOG,
- de l'impact asymétrique de certains risques non répliquables sur la valeur,
- de l'incertitude sous-jacente à l'établissement des hypothèses dites « Best Estimate » des risques non répliquables.

CNP Assurances a retenu l'approche du coût du capital pour évaluer ces risques résiduels non répliquables. Le capital à allouer au titre de ces risques est défini comme l'objectif de capitalisation auquel CNP Assurances doit tendre pour absorber sans difficulté les chocs exceptionnels, non intégrés par ailleurs dans la TVOG et la PVFP. Il correspond ainsi au niveau de fonds propres nécessaire pour réduire la probabilité de ruine à 0,5% à horizon 1 an sur chacun des risques spécifiés.

- Risques non modélisés dans la TVOG et PFVP

Le recensement des risques non valorisés par ailleurs conduit à la liste suivante :

- risque de défaut,
- risque de concentration,
- risque opérationnel,
- risque catastrophe.

- Risques Asymétriques

L'asymétrie de partage du sort entre actionnaires et assurés selon les diverses évolutions de paramètres non financiers génère un coût qu'il convient de prendre en compte dans la valorisation du portefeuille. L'impact asymétrique du risque mortalité/longévité/morbidité résulte de contrats dont les clauses de participation aux bénéfices contiennent une composante assise sur le résultat technique.

- Incertitude

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses dites « Best Estimate » : risque de sinistralité, risque de rachat, risque de frais. Un coût additionnel lié à l'incertitude sous-jacente à l'établissement de ces hypothèses a été intégré à la valeur.

4.4 Valeur du New Business

4.4.1 Définition des affaires nouvelles

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de production nouvelle sont basées sur le profil des affaires souscrites durant l'année 2010 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2010.

- Epargne Retraite individuelle en euros et en unités de compte :

La nouvelle production est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Sans hypothèse de récurrence des primes au-delà des seules primes périodiques, les versements ultérieurs sont assimilés à des primes uniques.

- Risque individuel :

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

- Retraite Collective :

La nouvelle production des contrats L.441 est constituée des nouvelles souscriptions et des versements libres sur contrats existants. Sur le reste du segment, les primes périodiques futures des contrats existants sont intégrées dans la valeur du stock.

- Risque Collectif :

Les primes futures sur contrats existants n'étant pas valorisées dans le stock de contrats, les volumes de chiffres d'affaires portés en nouvelle production pour les produits de prévoyance collective correspondent au volume de chiffre d'affaires enregistré en 2010.

- Couverture de prêt :

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

4.4.2 Méthodologie

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

La valeur de New Business s'appuie sur une projection des cash-flows à compter de la date de souscription. Les hypothèses économiques sont basées sur les conditions de marché existantes au 31/12/2010.

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

4.4.3 APE Annual Premium Equivalent

L'APE est un indicateur de volume de production, correspondant à un dixième de la somme des primes uniques et versements libres souscrits dans l'année auquel s'ajoute le montant des primes périodiques annualisées souscrites dans l'année. Contrairement aux chiffres d'affaires IFRS, l'APE généré par les affaires nouvelles est défini sur la base de la collecte nette en part du groupe, net de coassurance et de réassurance. Par ailleurs, le taux de change correspond au taux constaté au 31/12/2010 et non au taux moyen retenu pour la définition du chiffre d'affaires IFRS.

4.5 Sensibilités

Les sensibilités publiées correspondent aux sensibilités requises par les normes du CFO Forum :

- Courbe des taux +/- 100 pb :

Cette sensibilité correspond à une translation de la courbe des taux SWAP de 100 pb à la hausse ou à la baisse. Ceci induit :

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

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

- Actions -10% :

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

- Rachats - 10% :

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

- Coûts -10% :

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

- Sinistralité -5% :

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

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

Cette sensibilité permet 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.

- Capital Requis :

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

- Courbe des taux avec Prime de liquidité + 10 bp :

Cette sensibilité correspond à une augmentation de la prime de liquidité de marché de 10 bp. Ceci induit un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs et une mise à jour des taux d'actualisation.

5. Hypothèses

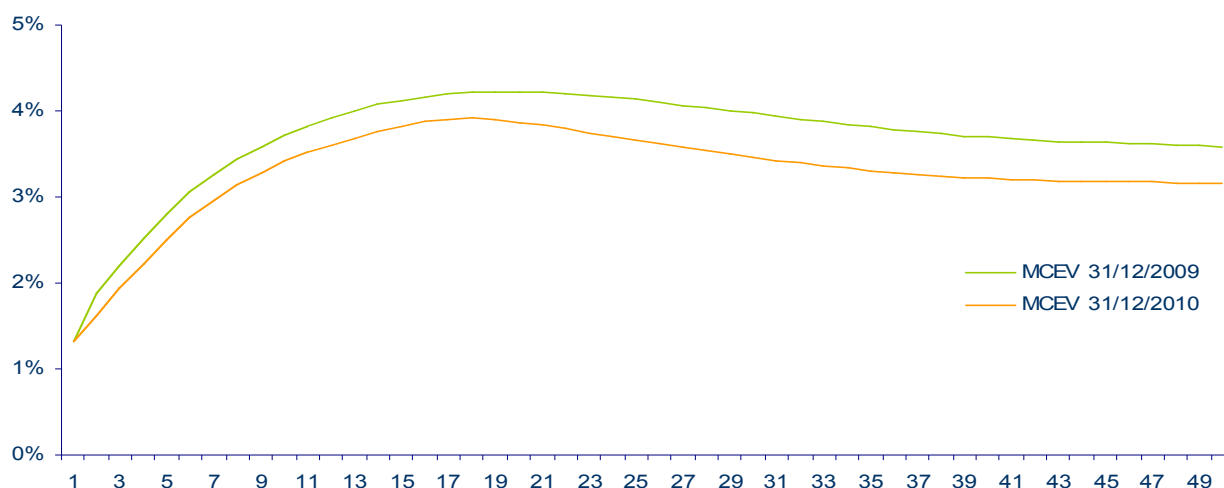
5.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2010.

5.1.1 Courbe de référence

Les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux sont issues de la courbe des taux SWAP fournie par Bloomberg au 31/12/2010.

Après dé-couppage, cette courbe des taux a été lissée à l'aide de la méthode Whittaker-Anderson.



Conformément au Principe n°14 des principes MCEV[®] du CFO Forum, CNP Assurances intègre une prime de liquidité au taux de référence. La prime de liquidité de marché s'élève à 55 bp et correspond à 50% * (Spread des obligations corporate – 40 bp), le spread des obligations corporate étant déterminé comme la marge par rapport au taux swap de l'indice obligataire iBoxx € Corporates. Seule une fraction de cette prime (0%, 50% ou 75%) est affectée aux différentes familles de contrats, compte tenu de la liquidité des passifs sous-jacents. Le tableau ci-dessous synthétise la prime de liquidité qui a été retenue par famille :

Famille	2009	2010
Epargne UC	-	-
Risque individuel	-	27 bp
Assurance Emprunteur	-	27 bp
Risque Collectif	-	27 bp
Epargne Euro	16 bp	41 bp
Retraite individuelle	16 bp	41 bp
Retraite collective	16 bp	41 bp

5.1.2 Calibrage du modèle de taux

Les paramètres de volatilité utilisés dans le modèle HJM sont basés sur la structure de volatilité implicite des swaptions EUR 1 an à 30 ans au 31/12/2010.

Swaption de maturité 20 ans	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2009	21,37%	20,52%	17,35%	15,28%	17,31%
MCEV [®] 31/12/2010	24,00%	21,96%	18,22%	17,52%	21,70%

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. Cette suite de paramètres a été déterminée en référence à la volatilité implicite des Calls ATM sur l'indice Eurostoxx au 31/12/2010.

Maturité	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2009	24,20%	25,13%	26,28%	28,14%	28,90%
MCEV [®] 31/12/2010	24,15%	24,63%	25,80%	27,38%	27,38%

Le coefficient de corrélation entre l'aléa sur les taux et celui sur les actions a été fixé à 6,25%, en se basant sur une analyse de la corrélation historique de ces deux facteurs.

5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Post 2017
MCEV [®] 09	Taux d'actualisation	12,3%	12,5%	12,2%	11,9%	11,6%	11,3%	11,3%	11,3%
	Rendement des actifs	9,7%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
	Inflation	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
MCEV [®] 10	Taux d'actualisation	13,5%	13,1%	12,8%	12,0%	12,3%	11,9%	11,6%	11,3%
	Rendement des actifs	12,0%	11,0%	10,4%	10,0%	9,7%	9,0%	8,5%	8,0%
	Inflation	5,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Le taux de change euro/réal passe de 2,5084 au 31/12/2009 à 2,2209 au 31/12/2010.

5.1.5 Hypothèses financières de l'Italie

Les données utilisées pour décrire l'état initial de la courbe des taux au 31/12/2010 correspondent aux taux d'emprunts d'Etat italiens au 31/12/2010. Aucune prime de liquidité n'a été ajoutée à cette courbe de référence.

Courbe de référence	1 an	2ans	5 ans	10 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2010	2,51%	2,88%	3,82%	4,70%	5,31%

5.2 Taux d'imposition

Le taux d'imposition retenu dans les travaux d'Embedded Value correspond au taux normatif en vigueur dans les pays d'implantation du groupe CNP :

	France	Italie	Brésil	Espagne
MCEV [®] 31/12/2009	34,43%	32,40%	40% ⁶	30%
MCEV [®] 31/12/2010	34,43%	32,32%	40% ⁶	30%

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

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

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

En moyenne, le taux appliqué au capital est de 2,9% au 31/12/2009 et de 2,7% au 31/12/2010.

5.4 Hypothèses non économiques

5.4.1 Evaluation des frais généraux

CNP Assurances produit à chaque arrêté une analyse des coûts par destination : acquisition, gestion, sinistre, coûts des placements et autres charges techniques et non techniques ainsi qu'une ventilation par société, famille de produit et réseau. L'assiette de frais issue de cette analyse a été retraitée d'un montant de 13 M€ de frais exceptionnels, constaté dans les comptes du 31/12/2010.

Par ailleurs, un taux d'inflation annuelle de 2% est appliqué aux coûts unitaires.

Aucun gain de productivité n'est valorisé à l'exception de l'entité italienne de BVP pour laquelle les projections reposent sur une diminution des coûts unitaires moyens jusqu'en 2015 afin d'absorber les frais de lancement de cette structure. Le business plan duquel dérive cette hypothèse a été approuvé et validé par le conseil d'administration de la filiale. L'impact est de 2,1 M€ sur la VIF et la VNB.

5.4.2 Hypothèse 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.

L'impact sur la MCEV[®] du relèvement de l'âge de départ à la retraite en France a été pris en compte de la même manière que dans les comptes IFRS.

⁶ A l'exception de Caixa Consorcio dont le taux d'imposition a été maintenu à 34%.

6. Opinion Milliman

Milliman, cabinet d'actuaire indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du Groupe CNP au 31 décembre 2010. Les travaux réalisés ont couvert la revue de la méthodologie, des hypothèses retenues et des calculs effectués par les équipes du Groupe CNP sous la responsabilité du management. Ces calculs ont porté sur l'Embedded Value au 31 décembre 2010, la valeur de la nouvelle production 2010, l'analyse des écarts entre l'Embedded Value au 31 décembre 2009 et celle au 31 décembre 2010 ainsi que sur les calculs de sensibilités.

A l'issue de ces travaux, nous considérons que la méthodologie retenue pour les calculs est conforme aux principes 1 à 16 de "The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles" et que les calculs ont été produits en conformité avec cette méthodologie.

Le Groupe CNP a retenu une prime de liquidité de 41 bp sur les portefeuilles d'Épargne Individuelle en euros, de Retraite Individuelle et de Retraite Collective tandis qu'une prime de liquidité de 27 bp a été retenue pour la valorisation des portefeuilles de Risque Individuel, de Risque Collectif et d'Assurance Emprunteur.

Les activités de CNP Unicredit Vita, filiale italienne de CNP Assurances, ont quant à elles été valorisées à l'aide de la courbe des taux des emprunts d'État italiens.

Il convient également de noter que les calculs effectués sur Caixa Seguros ont été réalisés selon une approche d'Embedded Value Traditionnelle pour laquelle les risques sont pris en compte au travers de l'utilisation de primes de risque.

Par ailleurs, les informations communiquées dans le document "CNP Assurances - Rapport Embedded Value 31/12/2010" sont conformes aux principes CFO Forum de l'European Embedded Value actuellement en vigueur.

Pour établir notre Opinion, nous nous sommes appuyés sur les données et informations fournies par le Groupe CNP sans procéder à des contrôles exhaustifs. Nous avons procédé à des contrôles de cohérence et des réconciliations au niveau global ainsi qu'à des analyses plus approfondies sur certains portefeuilles. Nous avons pu vérifier que l'ensemble des points remontés à l'issue de notre revue n'affectait pas de manière matérielle l'Embedded Value au niveau du Groupe CNP.

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses financières, techniques, sur le comportement des assurés, la fiscalité et d'autres facteurs dont la plupart ne sont pas sous le contrôle du management du Groupe CNP. Bien que nous estimions, avec le management du Groupe CNP, que les hypothèses retenues sont raisonnables, il sera normal pour certaines d'entre elles de constater un écart entre l'hypothèse retenue et l'expérience future.