



---

**CNP Assurances**

**Rapport Embedded Value**

**31/12/2008**

---

**Présentation des résultats 2008**

**25 février 2009**

## Sommaire

<b>1. Introduction</b>	<b>3</b>
<b>2. Résultats</b>	<b>4</b>
2.1 MCEV <sup>®</sup> au 31 décembre 2008	4
2.1.1 Actif Net Réévalué	4
2.2 VNB au 31 décembre 2008	5
2.3 Sensibilités	6
2.4 Analyse des écarts	7
2.5 IDR Implied Discount Rate	8
<b>3. Résultats détaillés par pays</b>	<b>9</b>
3.1 VIF par pays au 31 décembre 2008	9
3.2 VNB au 31 décembre 2008	9
3.2.1 Volume APE	9
3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2008	10
3.3 Sensibilités	11
3.3.1 Sensibilités VIF	11
3.3.2 Sensibilités VNB	11
3.4 Analyse des écarts	12
<b>4. Restatement 2007</b>	<b>15</b>
4.1 MCEV <sup>®</sup> au 31 décembre 2007	15
4.2 VNB au 31 décembre 2007	15
4.3 Passage de l'EEV publiée à la MCEV 2007	16
4.3.1 Changement de périmètre	16
4.3.2 Intégration des plus ou moins values latentes R332-20	16
4.3.3 Modélisation stochastique des contrats de retraite individuelle, rentes et de retraite collective	16
4.3.4 Prise en compte de la courbe des taux SWAP	17
4.3.5 Intégration du coût du capital requis et des risques résiduels non répliquables	17
<b>5. Méthodologie</b>	<b>18</b>
5.1 Périmètre couvert	18
5.2 Actif Net Réévalué	19
5.2.1 Capital Requis	19
5.2.2 Free Surplus	19
5.3 Valeur d'In-Force	19
5.3.1 PVFP - Valeur Actualisée des Profits Futurs	19
5.3.2 Coût de friction du capital requis	20
5.3.3 Valeur Temps des Options et Garanties	20
5.3.4 Coûts des risques résiduels non répliquables	21
5.4 Valeur du New Business	22
5.4.1 Définition des affaires nouvelles	22
5.4.2 Méthodologie	22
5.4.3 APE Annual Premium Equivalent	22
5.5 Sensibilités	23

<b>6</b>	<b>Hypothèses</b>	<b>24</b>
6.1	Hypothèses financières	24
6.1.1	Courbe de référence	24
6.1.2	Calibrage du modèle de taux	25
6.1.3	Calibrage du modèle actions	25
6.1.4	Hypothèses financières du Brésil	25
6.2	Taux d'imposition	26
6.3	Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables	26
6.4	Hypothèses non économiques	26
6.4.1	Evaluation des frais généraux	26
6.4.2	Hypothèse de sinistralité et de persistance	26
<b>7</b>	<b>Opinion Milliman</b>	<b>27</b>

## 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.

Au 31/12/2008, les valeurs publiées reposent sur une méthodologie dite « Market Consistent ». Les calculs réalisés par le groupe CNP sont conformes aux normes MCEV<sup>®1</sup> édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles », à l'exception d'une prime de liquidité que CNP Assurances a jugé pertinent d'intégrer à la courbe des taux SWAP compte tenu du contexte perturbé des marchés financiers. Par ailleurs, la valorisation de Caixa Seguros demeure basée sur une méthodologie traditionnelle.

Une analyse détaillée du passage de l'EEV à la MCEV<sup>®</sup> au 31/12/2007 est présentée dans le chapitre 4 du présent rapport. Dans l'ensemble de ce document, les tableaux de passage sont tous présentés sur la base de la nouvelle méthodologie MCEV<sup>®</sup>.

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<sup>®</sup> ont par ailleurs été intégrées aux annexes IFRS7.

---

<sup>1</sup> Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

## 2. Résultats

### 2.1 MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2008

	MCEV <sup>®</sup> 2008 avant distribution de dividendes 08		MCEV <sup>®</sup> 2007 après distribution de dividendes 07		MCEV <sup>®</sup> 2007 avant distribution de dividendes 07		Variation avant distribution de dividendes 08	
	M€	€/ Action <sup>2</sup>	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
<b>ANR - Actif Net Réévalué</b>	<b>8 071</b>	<b>54,3</b>	<b>8 291</b>	<b>55,8</b>	<b>8 713</b>	<b>58,7</b>	<b>-220</b>	<b>-3%</b>
Capital Requis	6 618	44,6	5 901	39,7	5 901	39,7	718	12%
Free Surplus	1 453	9,8	2 390	16,1	2 812	18,9	-937	-39%
<b>VIF – Valeur d'In Force</b>	<b>2 369</b>	<b>15,9</b>	<b>3 779</b>	<b>25,4</b>	<b>3 779</b>	<b>25,4</b>	<b>-1 410</b>	<b>-37%</b>
Valeur Actuelle des Profits Futurs	4 723	31,8	5 583	37,6	5 583	37,6	-860	-15%
Valeur Temps des Options & Garanties	-1 012	-6,8	-422	-2,8	-422	-2,8	-590	140%
Coût de Friction du Capital Requis	-943	-6,4	-1 002	-6,7	-1 002	-6,7	58	-6%
Coûts des risques résiduels non replicables	-398	-2,7	-380	-2,6	-380	-2,6	-18	5%
<b>MCEV<sup>®</sup> - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>10 440</b>	<b>70,3</b>	<b>12 070</b>	<b>81,3</b>	<b>12 492</b>	<b>84,1</b>	<b>-1 630</b>	<b>-14%</b>

La valeur de la MCEV<sup>®</sup> 2008 de CNP Assurances s'établit à 10 440 M€ en baisse de 14% par rapport à la valeur 2007. Cette évolution s'explique par un recul de la valeur d'In Force de 37% et par une diminution de l'ANR de 3%.

La hausse significative du coût des options et garanties financières dans le contexte de forte volatilité des marchés financiers ainsi que la diminution des plus-values latentes au 31/12/2008 expliquent la diminution de la valeur d'In Force.

L'ANR résiste avec une baisse limitée à 3%, le résultat dégagé au titre de l'année 2008 permettant de compenser en partie la baisse des plus-values latentes constatées en face des fonds propres.

Une analyse plus fine des principaux vecteurs de changements est détaillée dans les sections suivantes. Le chapitre 3 présente la décomposition des valeurs d'In Force par pays.

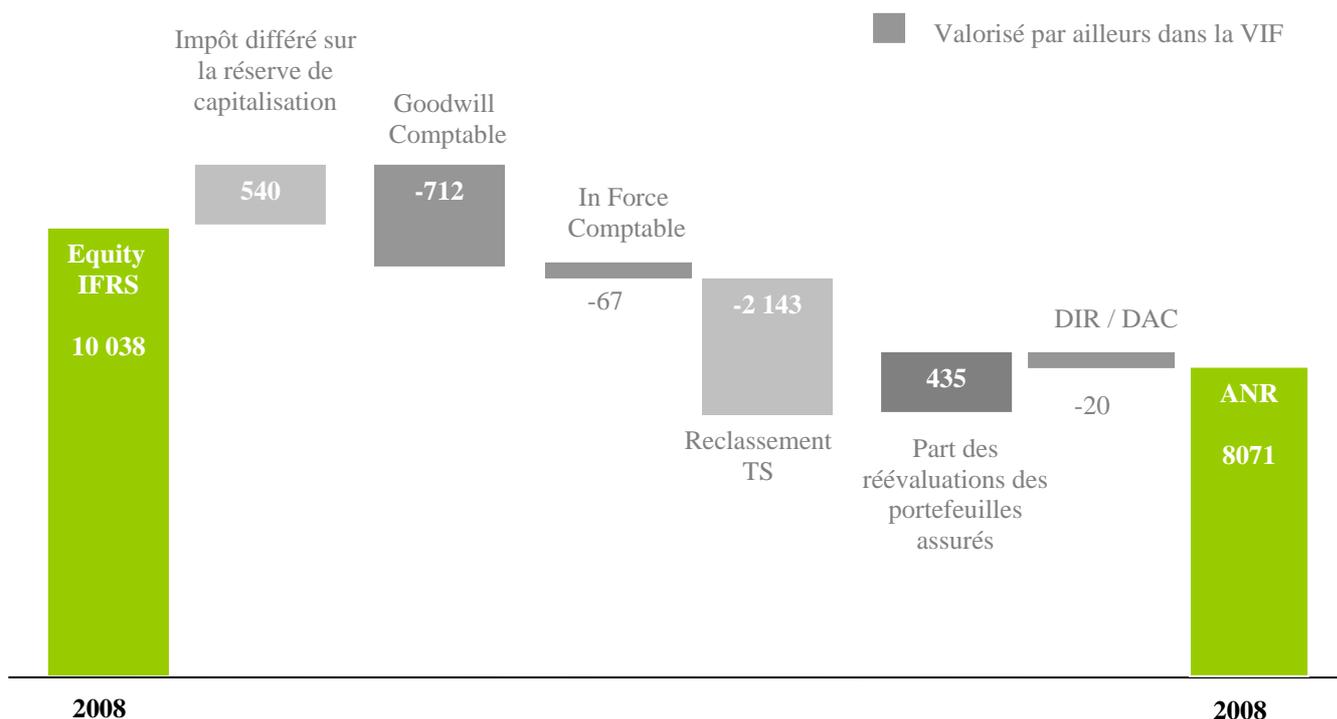
#### 2.1.1 Actif Net Réévalué

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

- L'élimination des actifs incorporels tels les Goodwill et In Force comptables, et les DAC ;
- La déduction de la part des réévaluations des portefeuilles assurés valorisées par ailleurs dans la VIF ;
- La prise en compte de l'impôt différé venant en déduction de la réserve de capitalisation selon les normes IFRS ;
- Et le reclassement des titres subordonnés.

<sup>2</sup> Nombre d'actions : 148 537 823

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



## 2.2 VNB au 31 décembre 2008

Normes MCEV <sup>®</sup>	2008		2007		Variation	
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	590	4,0	670	4,5	-80	-12%
Valeur Temps des Options & Garanties	-86	-0,6	-50	-0,3	-36	71%
Coût de Friction du Capital Requis	-114	-0,8	-136	-0,9	22	-16%
Coûts des risques résiduels non répliquables	-48	-0,3	-54	-0,4	6	-11%
<b>Valeur New Business</b>	<b>342</b>	<b>2,3</b>	<b>430</b>	<b>2,9</b>	<b>-88</b>	<b>-20%</b>
APE	2 753		3 098		-345	-11%
VAP	24 664		28 131		-3 467	-12%
Ratio APE	<b>12,4%</b>		<b>13,9%</b>		<b>-1,5%</b>	<b>-10%</b>
Ratio VAP	<b>1,4%</b>		<b>1,5%</b>		<b>-0,1%</b>	<b>-9%</b>

La diminution de 11% du volume APE reflète la baisse de la production constatée en 2008 sur les entités européennes. Il convient de noter que les transferts de portefeuilles en retraite collective provenant des IRS n'ont pas été intégrés dans le calcul de la VNB. Les évolutions détaillées par pays sont présentées à la section 3.2.1 du rapport.

Le ratio APE s'établit à 12,4%, en baisse de 1,5 point en raison du recul de production des contrats en unités de compte et de l'impact des marchés financiers qui augmente le coût des options et garanties financières.

La combinaison de la diminution du volume APE et de la baisse du ratio APE induit une baisse de la valeur des affaires nouvelles de 20%, qui s'établit à 342M€ au 31/12/2008.

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

<i>Normes MCEV<sup>®</sup></i>	<b>VNB</b>	<b>Variation</b>	<b>Ratio APE</b>
<b>New Business 2007</b>	<b>430</b>		<b>13,9%</b>
Mise à jour du volume APE	390	-40	13,9%
Mise à jour du Mix Produit	338	-52	12,0%
Mise à jour de l'expérience	377	39	13,4%
Mise à jour des marchés financiers	356	-21	12,7%
Mise à jour du taux d'impôt	358	2	13,0%
Mise à jour du taux de change	342	-16	12,4%
<b>New Business 2008</b>	<b>342</b>	<b>-88</b>	<b>12,4%</b>

L'impact de la mise à jour du volume APE<sup>3</sup> sur le New Business est de - 40M€ mais avec des disparités géographiques ( APE au Brésil en croissance de 8% à change constant, APE en France et en Italie en baisse respectivement de -10% et -29% ).

Le mix produit 2008 est caractérisé essentiellement par une diminution de la part des contrats en unités de compte dans la production totale.

La mise à jour des données d'expérience (données contrats et hypothèses) permet en revanche de conforter la robustesse des marges opérationnelles. En effet, les études de portefeuille font apparaître un allongement de la durée des contrats en couverture de prêt associé à un rajeunissement du portefeuille, une amélioration de la sinistralité au Brésil, ainsi qu'une maîtrise des frais généraux.

L'impact des marchés financiers est de -21M€ dû en grande partie à la hausse de la volatilité. La baisse du taux d'impôt italien de 38,25% à 32,4% augmente la valeur de +2M€ L'actualisation du taux de change brésilien a en revanche un impact négatif sur la valeur de 16M€ Notons que conformément aux recommandations du CFO Forum, les valeurs brésiliennes sont basées sur un taux de change spot constaté au 31/12/2008.

### 2.3 Sensibilités

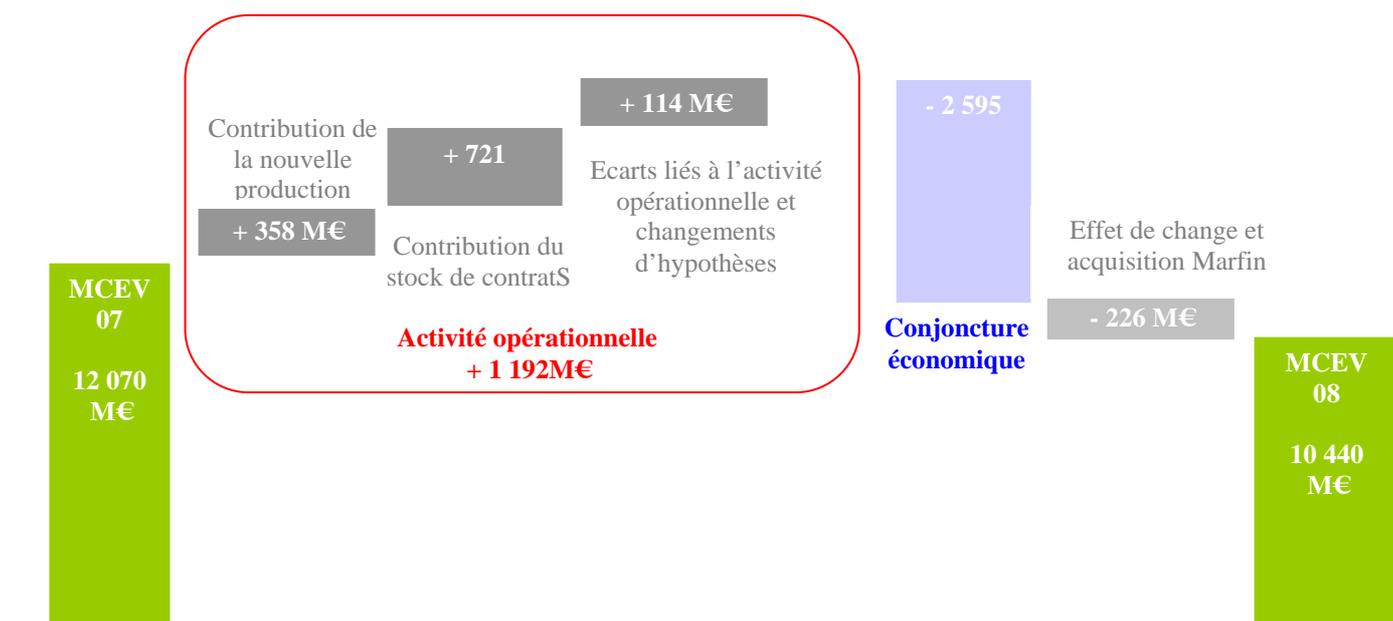
Les sensibilités présentées ci-dessous sont conformes aux exigences du CFO Forum. Par ailleurs, à compter de l'exercice 2008, les sensibilités financières sont intégrées aux annexes IFRS 7.

M€	<b>ANR</b>	<b>VIF</b>	<b>MCEV<sup>®</sup></b>	<b>VNB</b>
<b>MCEV<sup>®</sup> - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>8 071</b>	<b>2 369</b>	<b>10 440</b>	<b>342</b>
Courbe des taux + 100bp	-126	25	-101	-2
Courbe des taux - 100bp	130	-184	-54	-38
Actions -10%	-172	-182	-354	
Rachats -10%		158	158	17
Coûts -10%		498	498	55
Capital Requis ramené au BMS <sup>4</sup>		87	87	10
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-29	-29	-3
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		107	107	41
Volatilité taux +25%		-430	-430	-32
Volatilité actions +25%		-305	-305	-26

<sup>3</sup> Calculé à change constant

<sup>4</sup> BMS : Besoin de Marge de Solvabilité Règlementaire

## 2.4 Analyse des écarts



L'analyse des écarts souligne l'impact majeur de la conjoncture économique sur l'évolution de la MCEV<sup>®</sup> entre 2007 et 2008, qui se traduit par :

- Une augmentation sensible du coût des options et garanties financières ;
- Une baisse des provisions mathématiques des contrats en unités de compte ;
- Une baisse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs des assurés et des fonds propres.

La contribution de l'activité opérationnelle demeure quant à elle robuste à +1 192M€ Celle-ci se décompose en :

- Un montant de 358M€ généré par la nouvelle production<sup>5</sup> ;
- Une contribution de 721M€ du stock de contrats en portefeuille au 31/12/2007 ;
- Et des écarts liés à l'activité opérationnelle et des changements d'hypothèses pour un montant de 114M€

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV<sup>®</sup> de 10 440M€ correspondent à l'effet change pour un montant de -151M€, les évolutions de taux d'impôt et l'acquisition de la société Marfin dont le goodwill a été évalué à 99M€. A ce stade, la valeur d'In-Force de cette société n'a pas été pris en compte.

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 nouvelles normes de publication de la MCEV<sup>®</sup> 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 assureur. CNP Assurances a fixé le niveau de capital requis à 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire net de toute autre source de financement tels que les titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

<sup>5</sup> Evalué à change constant

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007</b>	<b>8 713</b>	<b>2 812</b>	<b>5 901</b>	<b>3 779</b>	<b>12 492</b>
Dividendes	-422	-422	0	0	-422
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007 ajustée</b>	<b>8 291</b>	<b>2 390</b>	<b>5 901</b>	<b>3 779</b>	<b>12 070</b>
Contribution de la nouvelle production	83	-757	839	275	358
Contribution du stock de contrats	108	108	0	613	721
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	755	1 134	-378	-756	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	102	100	2	-110	-8
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	122	122
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>1 048</b>	<b>586</b>	<b>463</b>	<b>144</b>	<b>1 192</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-1 090	-1 362	271	-1 504	-2 595
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	16	16	0	8	24
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>-27</b>	<b>-760</b>	<b>733</b>	<b>-1 353</b>	<b>-1 379</b>
Ajustements finaux	-192	-177	-16	-58	-250
<b>MCEV<sup>®</sup> 2008</b>	<b>8 071</b>	<b>1 452</b>	<b>6 618</b>	<b>2 369</b>	<b>10 440</b>

La valeur de la nouvelle production contribue en 2008 à hauteur de +358 M€ à l'évolution de la MCEV<sup>®</sup>. Cette création de valeur intègre le résultat net généré en 2008 par la nouvelle production pour 83M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 839M€

La contribution du stock de contrats (+721M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+613 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+108M€). Par ailleurs, le résultat généré et rattaché à la VIF du 31/12/2007 est transféré vers l'ANR en venant augmenter le Free Surplus, sans impact sur la MCEV<sup>®</sup>.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle sont relativement neutres sur la valeur et résultent principalement de la reprise de la PM Incapacité de Travail. Ce produit non récurrent génère un écart entre le résultat réel et le résultat projeté, mais est compensé par une diminution de la VIF.

L'écart entre la valeur attendue du Capital Requis et la valeur constatée provient principalement de la conjoncture économique, qui a engendré une baisse des provisions des contrats en unités de compte au profit des contrats d'épargne en euros.

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

## 2.5 IDR Implied Discount Rate

Le taux IDR calculé sur la base d'un spread sur les taux long de 40 bp et d'une prime action de 2% s'établit à 8,2% au niveau groupe CNP au 31/12/2008 contre 6,5% au 31/12/2007 dans les nouvelles normes. L'augmentation de 1,7% provient essentiellement de l'augmentation du coût des options et garanties financières.

### 3. Résultats Détaillés par pays

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

#### 3.1 VIF par pays au 31 décembre 2008

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

		Groupe	France	Brésil	Italie
MCEV <sup>®</sup> 2007	Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 583	5 255	223	105
	Valeur Temps des Options & Garanties	-422	-422	0	0
	Coût de Friction du Capital Requis	-1 002	-986	-12	-3
	Coûts des risques résiduels non répliquables	-380	-377	0	-2
	<b>Valeur In Force</b>	<b>3 779</b>	<b>3 469</b>	<b>211</b>	<b>99</b>
MCEV <sup>®</sup> 2008	Valeur Actuelle des Profits Futurs	4 723	4 395	243	85
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 012	-1 011	0	-2
	Coût de Friction du Capital Requis	-943	-930	-11	-2
	Coûts des risques résiduels non répliquables	-398	-396	0	-2
	<b>Valeur In Force</b>	<b>2 369</b>	<b>2 059</b>	<b>232</b>	<b>78</b>
Evolution	M€	<b>-1 410</b>	<b>-1 410</b>	<b>21</b>	<b>-21</b>
	%	<b>-37%</b>	<b>-41%</b>	<b>10%</b>	<b>-21%</b>

On constate une bonne résistance de la contribution des entités internationales portée par l'activité brésilienne en croissance de 10%.

#### 3.2 VNB au 31 décembre 2008

##### 3.2.1 Volume APE

	Groupe	France	Brésil	Italie
Chiffre d'affaires IFRS 2008	27 728	24 979	1 522	1 228
Chiffre d'affaires IFRS 2007	31 011	26 946	1 146	2 919
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	-11%	-7%	33%	-58%
<b>APE 2008</b>	<b>2 753</b>	<b>2 399</b>	<b>226</b>	<b>128</b>
APE 2007	3 098	2 655	262	181
Taux d'évolution de l'APE	-11%	-10%	-14%	-29%
VAP 2008	24 664	22 595	1 028	1 041
VAP 2007	28 131	25 426	1 041	1 664
Taux d'évolution de la VAP	-12%	-11%	-1%	-37%

- **France**

Le volume APE est en diminution de 10% dans un marché en recul par rapport à 2007, et s'établit à 2 399M€

- **Brésil**

L'APE de Caixa Seguros baisse de 14% alors que le CA IFRS augmente de 33%. L'évolution différenciée entre l'APE et le CA IFRS provient pour une partie des taux de change utilisés pour ces deux indicateurs : le taux de change moyen pour le CA IFRS est de 2,75 R\$ pour 1 € alors que pour la détermination de l'APE, le taux de change utilisé est celui constaté au 31/12/2008 (3,26 R\$ pour 1 €). Par ailleurs, l'activité Consorcio, non comptabilisée en CA IFRS, est prise en compte pour le calcul de l'APE, ce qui explique également le décalage entre ces deux indicateurs. Notons qu'à change constant,

l'APE croit de 8%, porté notamment par le développement important de l'activité de Caixa Vida e Previdencia, filiale à 100% de Caixa Seguros qui commercialise les contrats d'épargne retraite.

- **Italie**

Le volume APE de la filiale et de la succursale italienne est en recul de 29% dans un marché en baisse de 21%, les grands bancassureurs accusant une chute de 39%. La crise des marchés financiers impacte l'activité de CNP Vita essentiellement tournée vers la commercialisation de contrats en unités de compte. Le secteur de l'assurance emprunteur a connu cependant une activité relativement stable.

### 3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2008

	Groupe		France		Brésil		Italie	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
<b>New Business 2007</b>	<b>430</b>	<b>13,9%</b>	<b>341</b>	<b>12,9%</b>	<b>62</b>	<b>23,7%</b>	<b>26</b>	<b>14,4%</b>
Mise à jour du volume APE	394	14,0%	309	12,9%	67	23,7%	18	14,4%
Mise à jour du Mix Produit	338	12,0%	253	10,5%	69	24,3%	16	12,7%
Mise à jour de l'expérience	377	13,4%	281	11,7%	80	28,2%	16	12,8%
Mise à jour des marchés financiers	356	12,7%	261	10,9%	80	28,4%	15	11,7%
Mise à jour du taux d'impôt	358	13,0%	261	10,9%	80	28,4%	17	13,0%
Mise à jour du taux de change	342	12,4%	261	10,9%	64	28,4%	17	13,0%
<b>New Business 2008</b>	<b>342</b>	<b>12,4%</b>	<b>261</b>	<b>10,9%</b>	<b>64</b>	<b>28,4%</b>	<b>17</b>	<b>13,0%</b>
<b>Evolution</b>	<b>-88</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-81</b>	<b>-2,0%</b>	<b>2</b>	<b>4,7%</b>	<b>-9</b>	<b>-1,4%</b>

- **France**

La mise à jour du volume APE impacte de - 32M€ la VNB. Le mix produit 2008 s'avère défavorable, le ratio APE perdant 2,4 points. La contribution des contrats en unités de compte dans le volume APE passe en effet de 14% à 8%, celle de l'assurance emprunteur de 11% à 10%. Cet effet est partiellement compensé par une expérience plus favorable avec notamment un allongement constaté de la durée des contrats en couverture de prêt associée à un rajeunissement du portefeuille et des frais maîtrisés. Les mouvements sur les marchés financiers impactent la valeur de -20M€, la hausse de la volatilité induisant une hausse du coût des options et garanties financières de 68%.

- **Brésil**

A change constant, la VNB de Caixa Seguros croit de 29%, portée par un volume d'affaires nouvelles en augmentation de 8% et par un mix produit et une expérience favorables. Le renouvellement progressif de la gamme se traduit par une hausse des résultats techniques. On constate en outre des gains de productivité, les frais augmentant moins vite que le chiffre d'affaires. L'effet change impacte négativement la valeur pour 16M€

- **Italie**

La VNB est en diminution de 34% du fait de la baisse des volumes de ventes. Le mix produit est légèrement défavorable. Il correspond au complet renouvellement de la gamme suite à la renégociation des accords avec Unicredit. La prise en compte de la baisse du taux d'impôt de 38,25% à 32,4% se traduit par une hausse de valeur de 2M€

Le tableau ci-dessus présente la décomposition des indicateurs MCEV® par pays :

		Groupe	France	Brésil	Italie
<b>2007</b>	PVFP	670	574	68	28
	TVOG	-50	-50	0	0
	FCRC	-136	-129	-6	-1
	CNHR	-54	-53	0	-1
	<b>VNB</b>	<b>430</b>	<b>341</b>	<b>62</b>	<b>26</b>
	<b>Ratio VNB / APE</b>	<b>13,9%</b>	<b>12,9%</b>	<b>23,7%</b>	<b>14,4%</b>
	Ratio VNB / VAP	1,5%	1,3%	6,0%	1,6%
<b>2008</b>	PVFP	590	501	69	20
	TVOG	-86	-84	0	-2
	FCRC	-114	-109	-5	-1
	CNHR	-48	-48	0	-1
	<b>VNB</b>	<b>342</b>	<b>261</b>	<b>64</b>	<b>17</b>
	<b>Ratio VNB / APE</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,9%</b>	<b>28,4%</b>	<b>13,0%</b>
	Ratio VNB / VAP	1,4%	1,2%	6,2%	1,6%

### 3.3 Sensibilités

#### 3.3.1 Sensibilités VIF

M€	Groupe	France	Brésil	Italie
VIF Value of In Force	<b>2 369</b>	<b>2 059</b>	<b>232</b>	<b>78</b>
Courbe des taux + 100bp	25	24	-0,2	1,3
Courbe des taux - 100bp	-184	-180	0,3	-4,4
Actions -10%	-182	-166	0,0	-16,1
Rachats -10%	158	152	5,2	0,9
Coûts -10%	498	491	3,1	4,1
Capital Requis ramené au BMS	87	85	0,0	2,1
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-29	-29	0,0	0,0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	107	98	6,5	1,7
Volatilité taux +25%	-430	-430	nd	-0,6
Volatilité actions +25%	-305	-305	nd	-0,1

#### 3.3.2 Sensibilités VNB

M€	Groupe	France	Brésil	Italie
<b>Valeur du New Business</b>	<b>342</b>	<b>261</b>	<b>64,2</b>	<b>17</b>
Courbe des taux + 100bp	-2	-1	-0,2	-0,03
Courbe des taux - 100bp	-38	-37	0,2	-1,0
Rachats -10%	17	14	2,7	0,3
Coûts -10%	55	51	3,0	1,1
Capital Requis ramené au BMS	10	10	0,4	0,1
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-3	-3	0,0	0,0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité	41	37	3,7	0,4
Volatilité taux +25%	-32	-31	nd	-0,9
Volatilité actions +25%	-26	-25	nd	-0,7

### 3.4 Analyse des écarts

- France

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007</b>	<b>8 174</b>	<b>2 404</b>	<b>5 770</b>	<b>3 469</b>	<b>11 643</b>
Dividendes	-392	-392	0	0	-392
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007 ajustée</b>	<b>7 782</b>	<b>2 012</b>	<b>5 770</b>	<b>3 469</b>	<b>11 251</b>
Contribution de la nouvelle production	76	-725	801	185	261
Contribution du stock de contrats	76	76		561	636
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	675	1 035	-360	-675	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	89	89	0	-95	-7
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	102	102
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>916</b>	<b>474</b>	<b>441</b>	<b>77</b>	<b>993</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-1 007	-1 280	273	-1 487	-2 495
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>-92</b>	<b>-806</b>	<b>714</b>	<b>-1 410</b>	<b>-1 502</b>
Ajustements finaux	-99	-99	0	0	-99
<b>MCEV<sup>®</sup> 2008</b>	<b>7 591</b>	<b>1 107</b>	<b>6 484</b>	<b>2 059</b>	<b>9 650</b>

La valeur de la nouvelle production contribue en 2008 à hauteur de +185 M€ à l'évolution de la VIF. Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle résultent principalement de la reprise de PM Incapacité de Travail pour un montant de 222M€ avant IS. Ceci se traduit par une baisse de la valeur d'In-Force et une augmentation du résultat transféré dans l'ANR.

Le changement d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle augmente la VIF de +102M€. L'impact majeur est d'ordre économique, la VIF baissant de 1 487 M€ et l'ANR de 1 007M€. La baisse de la VIF se décompose comme suit :

- L'augmentation du coût des options et garanties;
- La baisse des provisions mathématiques des contrats en unités de comptes;
- La baisse des richesses latentes des portefeuilles.

Le Free Surplus est principalement marqué par la baisse des plus-values latentes comptabilisées en face des fonds propres. Notons par ailleurs l'augmentation du capital requis dû à la baisse de la part des contrats en unités de compte au profit des contrats d'épargne en euros.

Le débit de 99M€ comptabilisé par le Free Surplus correspond au goodwill relatif à l'acquisition de la société Marfin.

- Brésil

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007</b>	<b>336</b>	<b>277</b>	<b>59</b>	<b>211</b>	<b>547</b>
Dividendes	-23	-23		0	-23
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007 ajustée</b>	<b>313</b>	<b>254</b>	<b>59</b>	<b>211</b>	<b>524</b>
Contribution de la nouvelle production	13	-14	27	67	80
Contribution du stock de contrats	27	27	0	44	72
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	60	71	-11	-60	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	9	8	2	4	13
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	18	18
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>110</b>	<b>92</b>	<b>18</b>	<b>73</b>	<b>183</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	4	3	1	5	9
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	14	14	0	0	14
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>128</b>	<b>109</b>	<b>19</b>	<b>78</b>	<b>206</b>
Ajustements finaux	-93	-78	-16	-58	-151
<b>MCEV<sup>®</sup> 2008</b>	<b>347</b>	<b>285</b>	<b>62</b>	<b>232</b>	<b>579</b>

Le dividende payé par Caixa Seguros au titre de l'exercice 2007 s'élève à 23M€ La MCEV<sup>®</sup> ajustée s'établit donc à 524M€

Les affaires nouvelles contribuent pour 80M€ à change constant à la croissance de la MCEV<sup>®</sup>. Cette contribution se décompose en deux éléments :

- Le résultat 2008 des affaires nouvelles augmente l'ANR pour un montant de 13M€ (-14M€ de Free Surplus et +27M€ de Capital Requis) ;
- Et une augmentation de 67 M€ de la VIF.

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 ces hypothèses de projection impactant ainsi la VIF de +18M€

L'impact 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 14M€ 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 diminuer la MCEV<sup>®</sup> de 151M€

• Italie

	ANR	Free Surplus	Capital requis	VIF	MCEV <sup>®</sup>
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007</b>	<b>203</b>	<b>131</b>	<b>72</b>	<b>99</b>	<b>302</b>
Dividendes	-7,5	-8			-8
<b>MCEV<sup>®</sup> 2007 ajustée</b>	<b>195</b>	<b>124</b>	<b>72</b>	<b>99</b>	<b>295</b>
Contribution de la nouvelle production	-7	-18	11	23	17
Contribution du stock de contrats	5	5		7	13
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	20	28	-8	-21	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	4	4	0	-18	-14
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	1	1
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
<b>Contribution de l'activité opérationnelle</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>16</b>
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-87	-85	-3	-22	-110
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	2	2	0	8	10
<b>Total MCEV<sup>®</sup> earnings</b>	<b>-63</b>	<b>-63</b>	<b>0</b>	<b>-21</b>	<b>-84</b>
Ajustements finaux	0	0	0	0	0
<b>MCEV<sup>®</sup> 2008</b>	<b>133</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>78</b>	<b>211</b>

Les affaires nouvelles contribuent pour 17M€ à la MCEV<sup>®</sup>, selon la décomposition suivante :

- une baisse de l'ANR pour un montant de -7M€ due au résultat 2008 des affaires nouvelles (s'expliquant par le niveau de frais et commissions d'acquisition de première année) ;
- une croissance de 23M€ de la VIF.

La MCEV<sup>®</sup> du portefeuille italien recule de 28%, notamment en raison de l'impact des marchés financiers. Suite à la faillite de Lehman Brothers, CNP Vita a constitué une provision de 90M€ pour la quote-part de CNP, ce qui réduit le Free Surplus. La VIF subit une perte de 22M€, s'expliquant notamment par la baisse des provisions mathématiques des contrats en unités de compte.

Le mouvement positif de 10M€ des « Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle » correspond à la baisse du taux d'impôt.

## 4. Restatement 2007

### 4.1 MCEV<sup>®</sup> au 31 décembre 2007

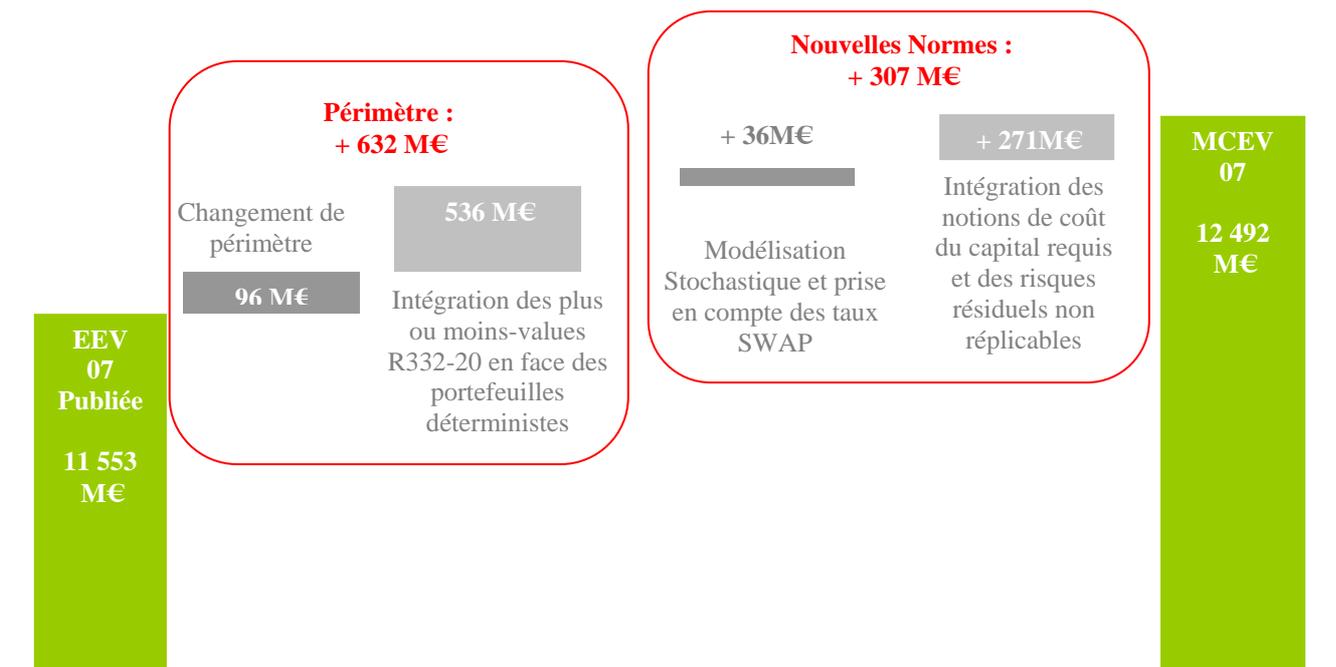
	MCEV <sup>®</sup>		EEV publiée		Variation M€
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	
<b>ANR - Actif Net Réévalué (1)</b>	<b>8 713</b>	<b>58,7</b>	<b>8 713</b>	<b>58,7</b>	
Capital Requis	5 770	38,8	NC		
Free Surplus	2 943	19,8	NC		
<b>VIF - Valeur d'In Force</b>	<b>3 779</b>	<b>25,4</b>	<b>2 840</b>	<b>19,1</b>	<b>939</b>
Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 583	37,6	4 917	33,1	666
Valeur Temps des Options & Garanties	-422	-2,8	-425	-2,9	3
CMS & RNF	NC		-1 652	-11,1	
Coût de Friction du Capital Requis	-1 002	-6,7	NC		271
Coûts des risques résiduels non répliquables	-380	-2,6	NC		
<b>MCEV<sup>®</sup> - Market Consistent Embedded Value</b>	<b>12 492</b>	<b>84,1</b>	<b>11 553</b>	<b>77,8</b>	<b>939</b>

L'analyse détaillée du passage de l'EEV publiée à la MCEV au 31/12/2007 est présentée ci-après à la section 4.3. En synthèse, le restatement fait apparaître une croissance de +939M€ sur la VIF au 31/12/2007, due pour deux tiers à des modifications de périmètre, et pour un tiers à l'intégration des nouvelles normes du CFO Forum.

### 4.2 VNB au 31 décembre 2007

	Nouvelles Normes		Anciennes Normes EEV Publiées		Variation M€
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	
<b>VNB - Valeur de New Business</b>	<b>430</b>	<b>2,9</b>	<b>355</b>	<b>2,4</b>	<b>75</b>
Valeur Actuelle des Profits Futurs	670	4,5	612	4,1	58
Valeur Temps des Options & Garanties	-50	-0,3	-53	-0,4	3
CMS & RNF	NC		-205	-1,4	
Coût de Friction du Capital Requis	-136	-0,9	NC		15
Coûts des risques résiduels non répliquables	-54	-0,4	NC		
<b>APE</b>	<b>3 098</b>		<b>3 098</b>		
<b>Ratio APE</b>	<b>13,9%</b>		<b>11,5%</b>		<b>2,41%</b>

### 4.3 Passage de l'EEV publiée à la MCEV 2007



Le restatement 2007 tient compte des modifications de périmètre (intégration des produits dépendance, valorisation d'une quote part des plus-values latentes sur le périmètre Prévoyance) et dans une moindre mesure de l'intégration des nouvelles normes édictées par le CFO Forum.

Au 31/12/2008, il convient de noter que la mise en oeuvre de la méthodologie EEV, en vigueur l'an dernier, conduirait à des résultats comparables à ceux présentés dans le cadre de l'approche MCEV retenue cette année. En effet, le gain de valeur apporté par la nouvelle approche de valorisation des risques résiduels non répliquables est globalement compensé par la détérioration de valeur liée à l'extension du périmètre des calculs stochastiques effectués sur les portefeuilles d'Épargne Retraite Individuelle et Collective.

#### 4.3.1 Changement de périmètre

Le périmètre couvert a été élargi, intégrant notamment les contrats de dépendance.

#### 4.3.2 Intégration des plus ou moins-values latentes R332-20

La quote-part revenant à l'actionnaire des plus-values latentes des actifs en représentation des contrats de prévoyance individuelle, prévoyance collective et emprunteurs est désormais intégrée dans la valeur de portefeuille, le tout pour un montant de 536M€ après impôt.

#### 4.3.3 Modélisation stochastique des contrats de retraite individuelle, rentes et de retraite collective

Conformément aux nouvelles normes du CFO Forum, toutes les options et garanties financières doivent faire l'objet d'une valorisation « Market Consistent ». La valeur temps de la garantie de taux accordée aux contrats de retraite individuelle et de retraite collective a donc été évaluée sur la base d'un modèle stochastique. Ce changement de modélisation rend la valeur de cette gamme de produits beaucoup plus sensible aux évolutions de marché.

#### 4.3.4 Prise en compte de la courbe des taux SWAP.

Conformément aux nouvelles normes du CFO Forum, les projections sont désormais assises sur la courbe des taux SWAP.

La méthodologie de valorisation des contrats d'Épargne en Euros et du portefeuille Préfon au 31/12/2007 était déjà « Market Consistent ». Sur ces familles, seule la courbe des taux a dû être modifiée.

Les primes de risque appliquées aux familles de prévoyance individuelle et collective et à l'assurance emprunteur dans la méthodologie EEV ont été supprimées. Désormais, les taux de rendements futurs comme les taux d'actualisation sont basés sur la courbe des taux SWAP. Ces familles bénéficieront en sus des plus ou moins-values latentes R332-20 revenant à l'actionnaire.

#### 4.3.5 Intégration du coût du capital requis et des risques résiduels non répliquables

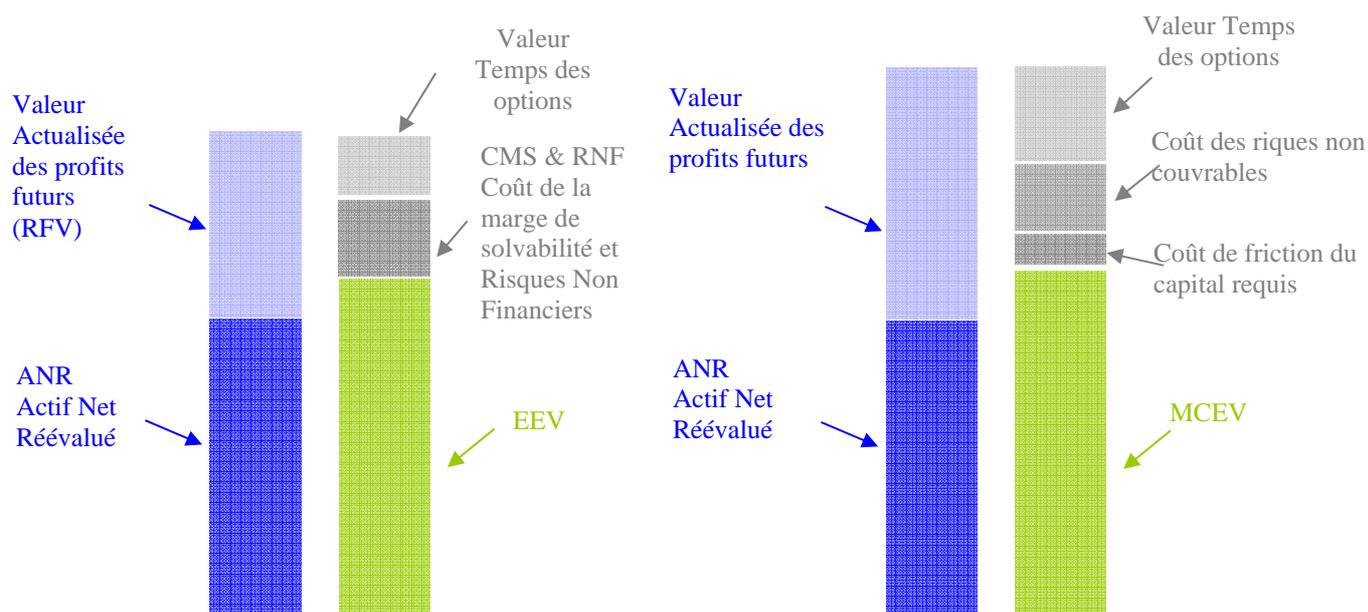
	MCEV <sup>®</sup>		EEV publiée		Variation
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€
CMS & RNF	NC		-1 652	-11,1	
Coût de Friction du Capital Requis	-1 002	-6,7	NC		271
Coûts des risques résiduels non répliquables	-380	-2,6	NC		

Dans la méthodologie EEV, CNP Assurances déduisait de la valeur d'In-Force un coût de friction appliqué à 100% de la marge de solvabilité réglementaire. Par ailleurs, un coût était alloué aux risques non financiers. Ce coût était appréhendé via une prime de risque intégrée au taux d'actualisation et calculée sur la base de la méthodologie WACC. Au global, cela revenait à bloquer 17% de la marge de solvabilité réglementaire au titre de ces risques.

Les nouvelles normes du CFO Forum introduisent la notion de Capital Requis, que la CNP a défini comme 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire net de toute autre source de financement, tels les titres subordonnés.

Autre notion introduite par les nouvelles normes du CFO Forum est celle du coût des risques résiduels non répliquables. La section 2 de ce document présente en détail la méthodologie retenue pour les valoriser. Au global, cela revient à bloquer 30% de la marge de solvabilité réglementaire au titre de ces risques.

## 5. 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 Assurances repose sur les normes de calcul MCEV<sup>6</sup> édictées par « The European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles » au mois de juin 2008. Ce chapitre détaille les principes adoptés par le groupe CNP et les principales définitions sur lesquelles s'appuie la publication.

### 5.1 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 Vita	57,5%
	Succursale Italienne de CNP Assurances	100%
Brésil	Caixa Seguros	51,75%

Les autres entités ont été valorisées à leur niveau d'actif net comptable en accord avec les principes IFRS. Cela concerne Global et Global Vida, CNP Vida, CNP Seguros de Vida, Fongépar et Filassistance.

<sup>6</sup> Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

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.

## **5.2 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.

### **5.2.1 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 ces 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 31/12/2007 comme au 31/12/2008.

### **5.2.2 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.

## **5.3 Valeur d'In-Force**

### **5.3.1 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<sup>®</sup>, 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.

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

### 5.3.2 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.

### 5.3.3 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.

#### **5.3.4 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 ;
- Et 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.

## 5.4 Valeur du New Business

### 5.4.1 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 2008 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2008.

- 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. Les primes périodiques futures sur les contrats existants sont valorisées 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 renouvellement des primes des contrats de prévoyance existants.

- 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.

### 5.4.2 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 31/12/2008.

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.

### 5.4.3 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 31/12/2008 et non au taux moyen retenu pour la définition du chiffre d'affaires IFRS.

## 5.5 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 l'ensemble des frais, frais d'acquisition, de gestion et de sinistres de 10%.

- 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.

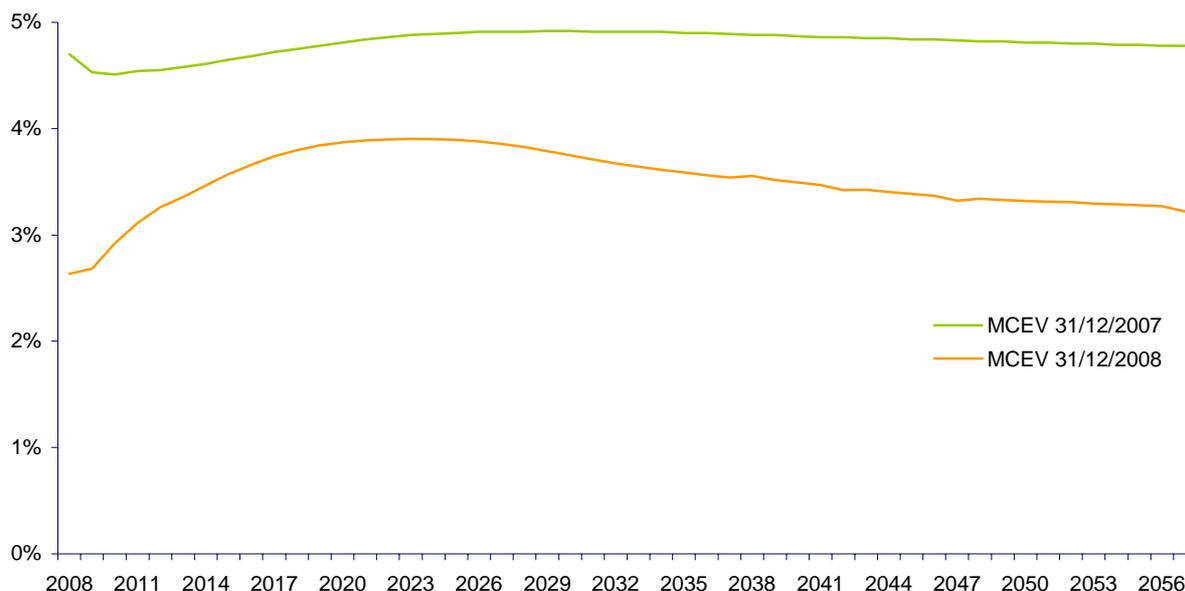
## 6. Hypothèses

### 6.1 Hypothèses financières

Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2008.

#### 6.1.1 Courbe de référence

Conformément aux recommandations du CFO Forum, 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 31/12/2008.



Compte tenu de la valorisation atypique des obligations corporate du fait de la crise de liquidité, CNP Assurances a intégré à la courbe des taux SWAP une prime de liquidité.

La méthode retenue consiste non pas à modifier les valeurs de marché des titres obligataires, mais à inclure dans l'environnement de taux d'intérêt simulé lors des calculs stochastiques et déterministes de valeur de portefeuille une estimation de la « prime de liquidité » constatée sur les marchés.

La prime de liquidité est estimée en comparant deux indicateurs de la rémunération du risque de défaillance des émetteurs :

- Un indicateur du spread constaté sur le marché obligataire - IBOXX €Corporate 5-7 ans. Cet indicateur est supposé inclure la prime de liquidité ;
- Et un indicateur basé sur les primes des CDS - ITRAXX Europe 5 ans. A l'inverse, cet indicateur est supposé ne pas être affecté par la crise de la liquidité.

Le montant obtenu est ensuite pondéré par la part des obligations corporate dans le portefeuille de la compagnie pour obtenir une estimation de la prime de liquidité qui sera ajoutée au niveau général des taux d'intérêt utilisés dans les calculs de MCEV®.

### 6.1.2 Calibrage du modèle de taux

Le paramètre de volatilité utilisé dans le modèle HJM est basé sur la volatilité implicite des taux. La structure de volatilité implicite utilisée est celle issue des prix des swaptions de maturité 1 à 30 ans au 31/12/2007.

Conformément au principe G15.3, au 31/12/2008 CNP Assurances a retenu comme niveau de volatilité la moyenne sur 1 an des volatilités implicites, considérant que le marché présentait depuis octobre des caractéristiques exceptionnelles.

Swaption de maturité 20 ans	1 an	5ans	10 ans	15 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2007	11,85%	11,15%	10,65%	10,20%	9,80%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2008	16,96%	13,89%	13,33%	13,42%	13,46%

### 6.1.3 Calibrage du modèle actions

Un niveau de volatilité différent pour chaque horizon de projection compris entre 1 et 30 ans a été utilisé. Cette suite de paramètres a été déterminée en référence à la volatilité implicite des Calls sur l'indice CAC40 au 31/12/2007.

Conformément au principe G15.3, au 31/12/2008 CNP Assurances a retenu comme niveau de volatilité la moyenne sur 1 an des volatilités implicites sur les mêmes actifs, considérant que le marché présentait depuis octobre des caractéristiques exceptionnelles.

Maturité	1 an	5ans	10 ans	15 ans	20 ans
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2007	21,40%	25,19%	27,01%	28,67%	28,62%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2008	27,08%	27,83%	29,60%	30,36%	30,17%

Le coefficient de corrélation entre l'aléa sur les taux et celui sur les actions a été fixé à 14,5%, en se basant sur une analyse de la corrélation historique de ces deux facteurs et sur une étude des pratiques de marché en la matière.

### 6.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Post 2014
MCEV <sup>®</sup> 07	Taux d'actualisation	16,3%	14,7%	13,1%	11,5%	11,3%	11,3%	11,3%
	Rendement des actifs	10,8%	10,0%	9,2%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%
	Inflation	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
	Prime de risque	9,8%	8,7%	7,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
MCEV <sup>®</sup> 08	Taux d'actualisation	17,0%	16,9%	15,3%	13,3%	12,1%	11,8%	11,3%
	Rendement des actifs	12,0%	13,6%	12,9%	11,3%	9,4%	8,8%	8,0%
	Inflation	6,4%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	9,8%	8,7%	7,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Le taux de change €réal passe de 2,6075 à 3,2590 au 31/12/2008.

## 6.2 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 de CNP Assurances :

Maturité	France	Italie	Brésil
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2007	34,43%	38,25%	40%
MCEV <sup>®</sup> 31/12/2008	34,43%	32,4%	40% (1)

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

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

## 6.3 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% basé sur l'étude des rémunérations offertes lors des dernières émissions de mortality cat bond. 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 3,05% au 31/12/2007 et 3,1% au 31/12/2008.

## 6.4 Hypothèses non économiques

### 6.4.1 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 11,4M€ de frais exceptionnels, constaté dans les comptes du 31/12/2008.

Par ailleurs, un taux d'inflation de 2% est appliqué aux coûts unitaires. Ce taux est en ligne avec les anticipations de l'Economic & Financial Affairs de la Commission Européenne qui après avoir constaté une hausse de l'inflation à mi-année sur la zone euros table sur un repli net de l'inflation aux alentours de 2% en 2009.

Aucun gain de productivité n'est valorisé à l'exception de CNP Vita pour lesquelles les projections reposent sur une hypothèse de baisse des frais en valeur absolue de 4% par an jusqu'en 2012 puis une reprise de la croissance des frais au rythme de l'inflation. Le business plan duquel dérive cette hypothèse a été approuvé et validé par le conseil d'administration de la filiale. L'impact sur la VIF est de 15M€ et de 3M€ sur la VNB.

### 6.4.2 Hypothèse de sinistralité et de persistance

Les hypothèses non économiques, mortalité et morbidité 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.

## **7. Opinion Milliman**

Milliman Paris, cabinet d'actuares indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du Groupe CNP au 31 décembre 2008. 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 2008, la valeur de la production 2008, l'analyse des écarts 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 des "European Insurance CFO Forum Market Consistent Embedded Value Principles" et que les calculs ont été produits en conformité avec cette méthodologie à l'exception de la courbe des taux de référence qui est basée sur la courbe des taux swap au 31 décembre 2008 translatée de 70 bp au titre d'une prime de liquidité.

Comme il est prévu dans les principes en cas de situation de marché atypique, les volatilités des marchés actions et taux retenus dans les calculs sont la moyenne des volatilités implicites observées sur l'année 2008.

Chacun de ces paramètres a donné lieu à un calcul de sensibilité.

Par ailleurs, les informations communiquées dans le document "CNP Assurances - Rapport Embedded Value 31/12/2008" sont conformes aux principes CFO Forum de l'European Embedded Value actuellement en vigueur. Le Groupe CNP se conformera aux exigences de publication requises par les principes MCEV (principe n°17) lors de sa prochaine communication annuelle.

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.

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.