



CNP Assurances

Rapport Embedded Value

31/12/2009

Présentation des résultats 2009

24 février 2010

Sommaire

1. Introduction	2
2. Résultats	3
2.1 MCEV [®] au 31 décembre 2009	3
2.1.1 Actif Net Réévalué	3
2.2 VNB au 31 décembre 2009	4
2.3 Sensibilités	5
2.4 Analyse des écarts	6
2.5 IDR Implied Discount Rate	7
3. Résultats détaillés par pays	8
3.1 VIF par pays au 31 décembre 2009	8
3.2 VNB au 31 décembre 2009	8
3.2.1 Volume APE	8
3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2009	9
3.3 Sensibilités	10
3.3.1 Sensibilités VIF	10
3.3.2 Sensibilités VNB	10
3.4 Analyse des écarts	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 Coûts des risques résiduels non répliquables	18
4.4 Valeur du New Business	18
4.4.1 Définition des affaires nouvelles	18
4.4.2 Méthodologie	18
4.4.3 APE Annual Premium Equivalent	19
4.5 Sensibilités	19
5. Hypothèses	20
5.1 Hypothèses financières	20
5.1.1 Courbe de référence	20
5.1.2 Calibrage du modèle de taux	20
5.1.3 Calibrage du modèle actions	21
5.1.4 Hypothèses financières du Brésil	21
5.2 Taux d'imposition	22
5.3 Coût du capital alloué au titre des risques résiduels non répliquables	22
5.4 Hypothèses non économiques	22
5.4.1 Evaluation des frais généraux	22
5.4.2 Hypothèse de sinistralité et de persistance	22
6. Opinion Milliman	23

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.

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 2009

	MCEV [®] 2009 avant distribution de dividendes 09		MCEV [®] 2008 après distribution de dividendes 08		MCEV [®] 2008 avant distribution de dividendes 08		Variation avant distribution de dividendes 09	
	M€	€/ Action ²	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
ANR - Actif Net Réévalué	8 956	60,3	7 648	51,5	8 071	54,3	1 307	17%
Capital Requis	7 496	50,5	6 618	44,6	6 618	44,6	877	13%
Free Surplus	1 460	9,8	1 030	6,9	1 453	9,8	430	42%
VIF – Valeur d'In Force	2 760	18,6	2 369	15,9	2 369	15,9	391	16%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	5 748	38,7	4 723	31,8	4 723	31,8	1 026	22%
Valeur Temps des Options & Garanties	-1 419	-9,6	-1 012	-6,8	-1 012	-6,8	-407	40%
Coût de Friction du Capital Requis	-1 132	-7,6	-943	-6,4	-943	-6,4	-188	20%
Coûts des risques résiduels non replicables	-438	-2,9	-398	-2,7	-398	-2,7	-40	10%
MCEV[®] - Market Consistent Embedded Value	11 715	78,9	10 017	67,4	10 440	70,3	1 698	17%

La valeur de la MCEV[®] 2009 de CNP Assurances s'établit à 11 715 M€ en hausse de 17% par rapport à la valeur 2008. Cette évolution s'explique par la hausse de la valeur d'In Force de 16% et de l'ANR de 17%.

La progression des encours de 9,6% combinée à la hausse des marchés financiers génère une croissance de 22% de la valeur actuelle des profits futurs. La hausse significative du coût des options et garanties financières, dans un contexte de forte volatilité des marchés financiers, ramène la croissance de la VIF à 16%.

L'ANR progresse de 17%, porté par le résultat dégagé au titre de l'année 2009 et la hausse des plus-values latentes constatées en représentation 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.

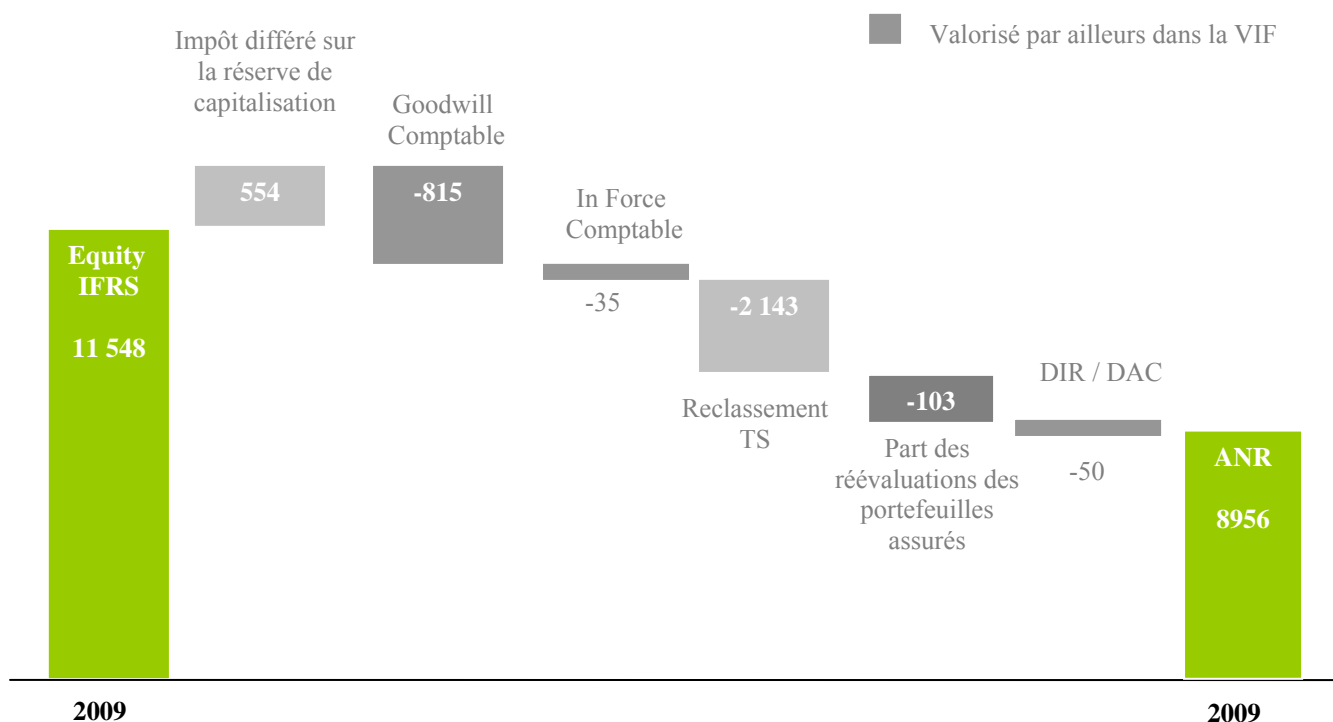
2.1.1 Actif Net Réévalué

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

- L'élimination des actifs incorporels notamment les Goodwill et In Force comptables, 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),
- La réintégration de l'impôt différé venant en déduction de la réserve de capitalisation selon les normes IFRS,
- Et le reclassement des titres subordonnés.

² 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 2009

Normes MCEV [®]	2009		2008		Variation	
	M€	€/ Action	M€	€/ Action	M€	%
Valeur Actuelle des Profits Futurs	663	4,5	590	4,0	73	12%
Valeur Temps des Options & Garanties	-150	-1,0	-86	-0,6	-64	75%
Coût de Friction du Capital Requis	-116	-0,8	-114	-0,8	-2	2%
Coûts des risques résiduels non répliquables	-37	-0,2	-48	-0,3	12	-24%
Valeur New Business	360	2,4	342	2,3	18	5%
APE	3 143		2 753		390	14%
VAP	28 309		24 664		3 645	15%
Ratio APE	11,5%		12,4%		-1,0%	-8%
Ratio VAP	1,3%		1,4%		-0,1%	-8%

La reprise de la production en 2009 se traduit par un volume APE en hausse de 14%. Les évolutions détaillées par pays sont présentées à la section 3.2.1 du rapport.

Le ratio APE s'établit à 11,5%, en baisse de 1 point en raison du recul de la production des contrats d'épargne en unités de compte et d'assurance emprunteur. Le niveau élevé de volatilité impacte à la hausse le coût des options et garanties financières.

La valeur des affaires nouvelles s'inscrit en hausse de 5% à 360M€ (+333M€ à change constant).

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

Normes MCEV [®]	VNB	Variation	Ratio APE
New Business 2008	342		12,4%
Nouveaux périmètres modélisés	344	2	12,4%
Mise à jour du volume APE	381	37	12,4%
Mise à jour du Mix Produit	348	-33	11,3%
Mise à jour de l'expérience	330	-17	10,8%
Mise à jour des marchés financiers	333	3	10,8%
Mise à jour du taux de change	360	27	11,5%
New Business 2009	360	18	11,5%

Le volume APE, en augmentation sur tous les pays, contribue à hauteur de 37M€ à la croissance de la valeur du New Business.

L'effet mix produit 2009 pour 33M€ provient essentiellement de la diminution de la part des contrats en unités de compte, ainsi que d'une baisse de la production des contrats en couverture de prêt en France. Au Brésil, cette branche d'activité enregistre, au contraire, une forte hausse.

La mise à jour des données d'expérience met en évidence, sur l'année 2009, une augmentation de la sinistralité de certains contrats collectifs en France ainsi qu'une légère érosion des marges sur flux suite aux campagnes commerciales.

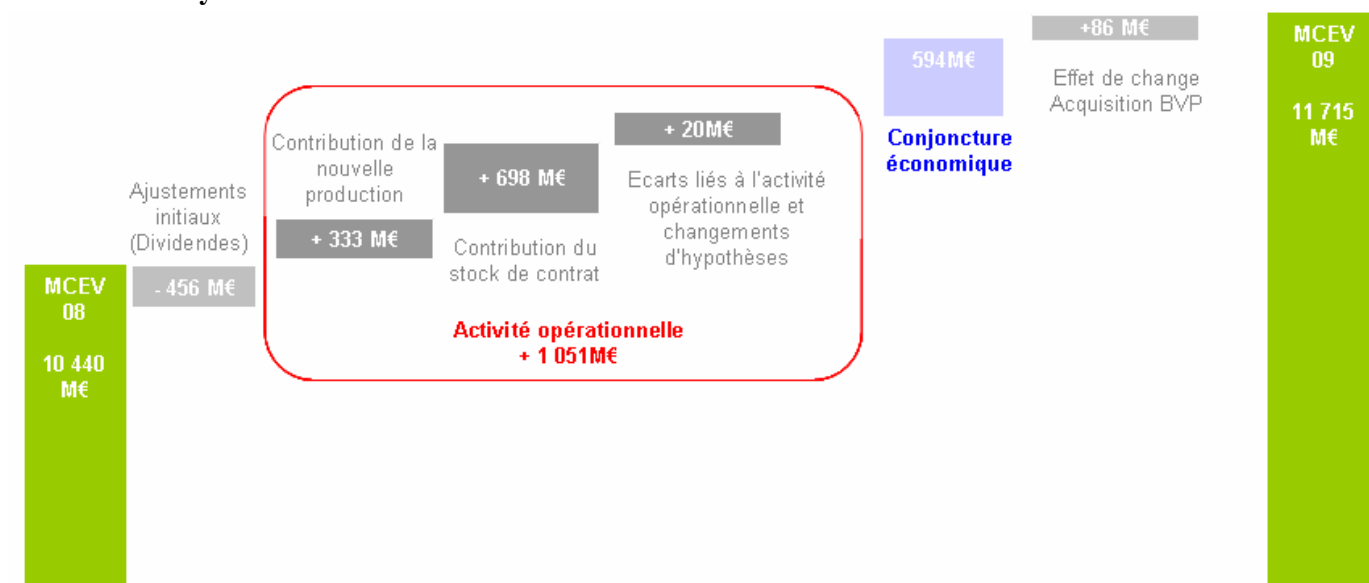
L'impact des marchés financiers est relativement neutre sur la valeur du fait de la méthodologie « stand alone » sur laquelle se base l'évaluation des affaires nouvelles. Le change brésilien a un effet positif sur la valeur de 27M€. Notons que conformément aux recommandations du CFO Forum, les valeurs brésiliennes sont basées sur un taux de change spot constaté au 31/12/2009.

2.3 Sensibilités

Les sensibilités présentées ci-dessous sont conformes aux exigences du CFO Forum. Par ailleurs, depuis l'exercice 2008, une partie des sensibilités MCEV est intégrée aux annexes IFRS 7.

M€	ANR	VIF	MCEV [®]	VNB
MCEV - Market Consistent Embedded Value	8 956	2 760	11 715	360
Courbe des taux + 100bp	-127	181	54	-11
Courbe des taux - 100bp	131	-353	-223	-100
Actions -10%	-215	-168	-383	
Rachats -10%		119	119	27
Coûts -10%		375	375	41
Capital Requis		100	100	10
Sinistralité - 5% - Risque longévité		-43	-43	0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité & invalidité		113	113	49
Volatilité taux +25%		-162	-162	-24
Volatilité actions +25%		-405	-405	-47

2.4 Analyse des écarts



L'analyse des écarts met en exergue la contribution significative de **l'activité opérationnelle** sur l'évolution de la MCEV entre 2008 et 2009. Elle demeure très robuste à 1 051M€ et se décompose en :

- un montant de 333M€ attribué à la nouvelle production, 360M€ après effet de change,
- une contribution de 698M€ du stock de contrats en portefeuille au 31/12/2008,
- et des écarts liés à l'activité opérationnelle et des changements d'hypothèses pour un montant de 20M€.

L'évolution des marchés financiers s'est traduite en 2009 par une augmentation de 594M€ affectée au niveau du poste « **conjoncture économique** ». Les effets de la conjoncture économique se traduisent par :

- une augmentation sensible de la valeur temps des options et garanties financières,
- une hausse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs des assurés et des fonds propres.

Les autres éléments conduisant à une valeur MCEV de 11 715M€ proviennent essentiellement des variations du change brésilien pour un montant de 208M€, et de l'acquisition de la société Barclays Vida y Pensiones (BVP) dont le goodwill a été évalué à 164M€. A ce stade, la valeur d'In-Force de cette société n'a pas été valorisée.

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 37% par des titres subordonnés. Le Free Surplus correspond au capital restant déduction faite du Capital Requis.

	ANR	Dont Free Surplus	Dont Capital Requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2008	8 071	1 453	6 618	2 369	10 440
Ajustements initiaux	-422	-448	26	-34	-456
MCEV® 2008 ajustée	7 648	1 005	6 644	2 335	9 984
Contribution de la nouvelle production	24	-922	947	309	333
Contribution du stock de contrats	40	40	0	658	698
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	711	1 146	-434	-711	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	54	-263	317	-39	15
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	2	-2	5	5
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	830	3	827	222	1 051
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	475	475	0	109	583
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	10	11	0	0	11
Total MCEV® earnings	1 315	488	827	331	1 645
Ajustements finaux	-8	-33	25	94	86
MCEV® 2009	8 956	1 460	7 496	2 760	11 715

La valeur de la nouvelle production contribue à hauteur de +333 M€ à l'évolution de la MCEV. Cette création de valeur intègre le résultat net généré en 2009 par la nouvelle production pour 24M€. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 947M€.

La contribution du stock de contrats (+698M€) est évaluée mécaniquement et résulte de la combinaison de la désactualisation de la valeur d'In-Force (+658 M€) et du rendement projeté du Free Surplus (+40M€). Par ailleurs, le résultat 2009 rattaché à la VIF du 31/12/2008 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 54M€. Ils résultent principalement de produits non récurrents générant un écart entre le résultat réel et le résultat projeté.

L'écart entre la valeur attendue du Capital Requis et la valeur constatée provient principalement de l'arrivée à échéance de titres subordonnés, ramenant la part de financement du capital requis de 40% à 37%, se traduisant par un coût supplémentaire dans la VIF.

Le changement d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle se limite à 5M€ de valeur, la maîtrise des frais généraux compensant l'augmentation de la sinistralité constatée sur certains portefeuilles collectifs.

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 longs de 40 bp et d'une prime action de 2% s'établit à 8,0% au niveau groupe CNP au 31/12/2009 contre 8,2% au 31/12/2008. L'augmentation du coût des options et garanties financières est en effet compensée par la diminution du taux de référence, résultant de la baisse des taux SWAP de la zone euro sur les maturités courtes.

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 2009

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

		Groupe	France	International	dont Brésil	Dont Italie
MCEV® 2008	Valeur Actuelle des Profits Futurs	4 723	4 395	327	243	85
	Valeur Temps des Options & Garanties	-1 012	-1 011	-2	0	-2
	Coût de Friction du Capital Requis	-943	-930	-13	-11	-2
	Coûts des risques résiduels non répliquables	-398	-396	-2	0	-2
	Valeur In Force	2 369	2 059	310	232	78
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 résiduels non répliquables	-438	-433	-5	0	-3
	Valeur In Force	2 760	2 235	525	404	102
Evolution	M€	391	175	215	173	24
	%	16%	9%	70%	75%	30%

L'évolution des marchés financiers associée à une collecte en hausse et une contribution toujours robuste du stock de contrats permettent à CNP France de retrouver le chemin de la croissance avec une hausse de la VIF évaluée à 9%. On constate par ailleurs une forte contribution des entités internationales, portée par l'activité brésilienne dont la VIF enregistre une croissance de 75% (+29% à change constant). Parallèlement, l'activité en Italie reprend, principalement sur les contrats d'épargne en euros.

3.2 VNB au 31 décembre 2009

3.2.1 Volume APE

	Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie
Chiffre d'affaires IFRS 2009	32 120	26 107	6 014	1 879	3 541
Chiffre d'affaires IFRS 2008	27 728	24 979	2 750	1 522	1 228
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	16%	5%	119%	23%	188%
APE 2009	3 143	2 537	607	322	251
APE 2008	2 753	2 399	354	226	128
Taux d'évolution de l'APE	14%	6%	71%	42%	97%
VAP 2009	28 309	24 216	4 093	1 576	2 236
VAP 2008	24 664	22 595	2 069	1 028	1 041
Taux d'évolution de la VAP	15%	7%	98%	53%	115%

- **France**

Le volume APE est en hausse de 6% par rapport à 2008, et s'établit à 2 537M€.

- **Brésil**

L'APE de Caixa Seguros augmente de 42% alors que le CA IFRS augmente de 23%. 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 2,81R\$ pour 1€ alors que pour la détermination de l'APE, le taux de change utilisé est celui constaté au 31/12/2009 (2,51R\$ 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.

- **Italie**

En 2009, l'activité de CNP Vita renoue avec la croissance. Le volume APE conjugué de la filiale et de la succursale italienne progresse ainsi en 2009 de 123M€. Cette croissance réside en grande partie dans la réussite du produit en euro « Unigarantito ». La filiale dépasse ainsi son niveau APE atteint en 2007.

3.2.2 VNB par pays au 31 décembre 2009

	Groupe		France		International		dont Brésil		dont Italie	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
New Business 2008	342	12,4%	261	10,9%	81	22,8%	64	28,4%	17	13,0%
Nouveaux périmètres modélisés	344	12,4%	261	10,9%	83	22,2%	64	28,4%	17	13,0%
Mise à jour du volume APE	381	12,4%	276	10,9%	105	19,7%	70	28,4%	33	13,0%
Mise à jour du Mix Produit	348	11,3%	231	9,1%	116	21,8%	84	33,9%	32	12,8%
Mise à jour de l'expérience	330	10,8%	215	8,5%	115	21,7%	90	36,5%	23	9,3%
Mise à jour des marchés financiers	333	10,8%	212	8,3%	121	22,8%	90	36,4%	30	11,8%
Mise à jour du taux de change	360	11,5%	212	8,3%	148	24,5%	117	36,4%	30	11,8%
New Business 2009	360	11,5%	212	8,3%	148	24,5%	117	36,4%	30	11,8%
Evolution	18	-1,0%	-49	-2,5%	67	1,6%	53	8,0%	13	-1,2%

- **France**

La croissance du volume APE induit une hausse de +15M€ de la VNB. Le mix produit 2009 s'avère défavorable impactant le ratio APE de 1,8 points, la part des contrats en unités de compte passant de 8% en 2008 à 3% en 2009. La hausse de la sinistralité sur le risque incapacité/invalidité d'une partie du portefeuille collectif explique essentiellement la baisse du ratio de 0,7 point.

- **Brésil**

A change constant, la VNB de Caixa Seguros croît de 40%, portée par un volume d'affaires nouvelles en augmentation de 10% et par un mix produit et une expérience favorables. L'effet change impacte favorablement la valeur pour 27M€.

- **Italie**

La VNB croît de 13M€ bénéficiant d'une collecte extrêmement dynamique. Le ratio APE est en léger retrait par rapport à 2008 suite à la modification du mix produit avec un report de la collecte vers des contrats d'épargne en € et suite à la revue des hypothèses de frais généraux.

Le tableau ci-dessous présente la décomposition des indicateurs MCEV[®] par pays :

		Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie
2008	PVFP	590	501	89	69	20
	TVOG	-86	-84	-2	0	-2
	FCRC	-114	-109	-5	-5	-1
	CNHR	-48	-48	-1	0	-1
	VNB	342	261	81	64	17
	Ratio VNB / APE	12,4%	10,9%	22,8%	28,4%	13,0%
Ratio VNB / VAP		1,4%	1,2%	3,9%	6,2%	1,6%
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	International	dont Brésil	dont Italie
VIF Value of In Force	2 760	2 235	525	404	102
Courbe des taux + 100bp	181	207	-26	-18,9	-7,3
Courbe des taux - 100bp	-353	-361	8	11,4	-2,2
Actions -10%	-168	-164	-4	0,0	-4,2
Rachats -10%	119	104	16	10,4	3,3
Coûts -10%	375	363	12	3,0	6,1
Capital Requis ramené au BMS	100	99	1,5	0,0	0,6
Sinistralité - 5% - Risque longévité	-43	-41	-3	0,0	0,0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité/invalidité	113	98	16	12,1	2,8
Volatilité taux +25%	-162	-155	-6	nd	-6,1
Volatilité actions +25%	-405	-402	-3	nd	-2,5

3.3.2 Sensibilités VNB

M€	Groupe	France	International	dont Brésil	dont Italie
Valeur du New Business	360	212	148	117	30
Courbe des taux + 100bp	-11	5	-17	-4,6	-12,2
Courbe des taux - 100bp	-100	-111	11	5,3	5,7
Rachats -10%	27	19	8	5,6	2,5
Coûts -10%	41	36	5	3,1	2,0
Capital Requis ramené au BMS	10	9	0	0,0	0,4
Sinistralité - 5% - Risque longévité	0	0	0	0,0	0,0
Sinistralité - 5% - Risque mortalité/invalidité	49	41	8	6,6	1,2
Volatilité taux +25%	-24	-18	-5	nd	-5,2
Volatilité actions +25%	-47	-45	-2	nd	-2,1

3.4 Analyse des écarts

- France

	ANR	Dont Free Surplus	Dont Capital Requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2008	7 591	1 107	6 484	2 059	9 650
Ajustements initiaux	-465	-434	-30	-52	-517
MCEV® 2008 ajustée	7 127	673	6 453	2 007	9 133
Contribution de la nouvelle production	30	-828	858	182	212
Contribution du stock de contrats	19	19		596	614
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	621	1 022	-402	-621	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	36	-272	308	-48	-12
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	3	3
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	705	-59	764	112	817
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	509	509	0	115	624
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	1	1
Total MCEV® earnings	1 215	451	764	228	1 443
Ajustements finaux	-200	-200	0	0	-200
MCEV® 2009	8 141	923	7 218	2 235	10 376

Le poste « ajustements initiaux » regroupe le paiement de dividende de 422M€ aux actionnaires du groupe CNP et les remontées de dividendes des filiales au titre de l'exercice 2008. L'ANR de Marfin Insurance Holding et de CNP Vida a par ailleurs été déduit de l'ANR France, ces sociétés faisant désormais l'objet d'un calcul explicite de MCEV®. Les évolutions de modélisation et la suppression de la prime de liquidité dans la valorisation des portefeuilles non financiers sont comptabilisées pour un montant de -52M€.

La valeur de la nouvelle production contribue en 2009 à hauteur de +182 M€ à l'évolution de la VIF. L'augmentation de Capital Requis relatif à cette nouvelle production s'élève à 858M€.

L'écart entre la valeur attendue du Capital Requis et la valeur constatée provient principalement de l'arrivée à échéance de titres subordonnés, ramenant la part de financement du capital requis de 40% à 37%. Ceci se traduit par un coût supplémentaire dans la VIF de 48M€.

Les changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle sont quasi neutres sur la valeur avec un gain de 3M€, la maîtrise des frais généraux constatée en 2009 compensant la dégradation de la sinistralité sur certains portefeuilles de prévoyance collective.

L'évolution de la conjoncture économique a un impact positif sur la valeur grâce à la hausse des richesses latentes des portefeuilles d'actifs en représentation des fonds propres et des fonds des assurés. Notons que l'augmentation du coût des options et garanties financières modère la croissance de la valeur d'In-Force.

Le Free Surplus est principalement marqué par la hausse des plus-values latentes comptabilisées en face des fonds propres.

Le débit de 200M€ comptabilisé dans l'ANR et par conséquent dans le Free Surplus correspond aux évolutions de capital, notamment la constatation du goodwill relatif à l'acquisition de l'entité BVP à hauteur de 164M€ et le financement de l'augmentation de capital de CNP Vita.

- **Brésil**

	ANR	Dont Free Surplus	Dont Capital Requis	VIF	MCEV [®]
MCEV[®] 2008	347	285	62	232	579
Ajustements initiaux	-81	-81	0	0	-81
MCEV[®] 2008 ajustée	266	204	62	232	498
Contribution de la nouvelle production	16	-16	32	74	91
Contribution du stock de contrats	17	17	0	50	66
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	67	77	-10	-67	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	6	7	-1	6	12
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	16	16
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	106	85	21	79	185
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	2	2	0	1	3
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	8	8	0	0	8
Total MCEV[®] earnings	117	96	21	80	197
Ajustements finaux	115	90	25	93	208
MCEV[®] 2009	498	391	107	404	903

Le dividende payé par Caixa Seguros au titre de l'exercice 2008 s'élève à 81M€. La MCEV[®] ajustée s'établit donc à 498M€.

Les affaires nouvelles contribuent pour 91M€ à change constant à la croissance de la MCEV[®]. Cette contribution se décompose en deux éléments :

- Le résultat 2009 des affaires nouvelles augmente l'ANR pour un montant de 16M€ (-16M€ de Free Surplus et +32M€ de Capital Requis),
- Et une augmentation de 74 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 +16M€.

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 8M€ 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 208M€.

- **Italie**

	ANR	Dont Free Surplus	Dont Capital requis	VIF	MCEV®
MCEV® 2008	133	60	72	78	211
Ajustements initiaux	0	0	0	0	0
MCEV® 2008 ajustée	133	60	72	78	211
Contribution de la nouvelle production	-21	-74	53	51	30
Contribution du stock de contrats	3	3	0	10	13
Transferts de la VIF et du capital requis vers le Free Surplus	22	40	-18	-22	0
Ecarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-4	-11	7	2	-2
Changements d'hypothèses de marges opérationnelles	0	0	0	-16	-16
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	0	0	0	0	0
Contribution de l'activité opérationnelle	-1	-43	42	26	26
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-42	-42	0	-4	-46
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	1	1	0	0	1
Total MCEV® earnings	-42	-84	42	23	-19
Ajustements finaux	77	77	0	1	78
MCEV® 2009	168	55	114	102	270

Les affaires nouvelles contribuent pour 30M€ à la MCEV®, selon la décomposition suivante :

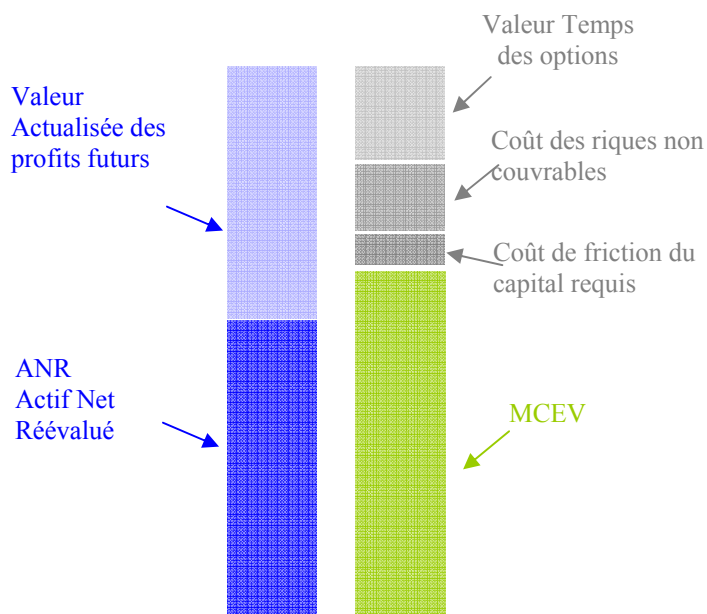
- une baisse de l'ANR pour un montant de -21M€, due au résultat 2009 des affaires nouvelles (s'expliquant par le niveau de frais et commissions d'acquisition de première année),
- une croissance de 51M€ de la VIF.

Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle de -4M€ ont conduit le groupe CNP à revoir les hypothèses de marges opérationnelles pour -16M€ sur la valeur d'In-Force. Les hypothèses de frais généraux ont notamment été revues à la hausse.

La conjoncture économique est marquée en 2009 par une dépréciation exceptionnelle portant sur des actifs spécifiques pour 33M€. Toutefois, celle-ci s'accompagne d'un mécanisme de garantie de passif au profit de la CNP.

L'ANR a bénéficié de l'augmentation de capital de 77M€.

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 Assurances repose sur les normes de calcul MCEV³ 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%
	Préiposte	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%
Espagne	CNP Vida	94%
	EstalVida	75,35%
Chypre	Marfin Insurance Holding	50,1%

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 Seguros de Vida, BVP, Fongépar et Filassistance.

³ Copyright © Stichting CFO Forum Foundation 2008

Notons que seul le portefeuille Vie ouvert à la souscription de Laikai Cyprialife (Marfin Insurance Holding) a fait l'objet d'une valorisation explicite de sa valeur de portefeuille, les entités non-vie contribuant à hauteur de leur actif net.

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 37% du besoin de marge au 31/12/2009.

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.

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 Economique des titres subordonnés et leur nominal. Le Groupe CNP définit cette Valeur Economique 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 Economique 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,
- 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.

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 2009 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2009.

- 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 volume de chiffre d'affaires enregistré en 2009.

- 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 au 31/12/2009.

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 31/12/2009 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 sur la valeur finale 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 nominaux 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.

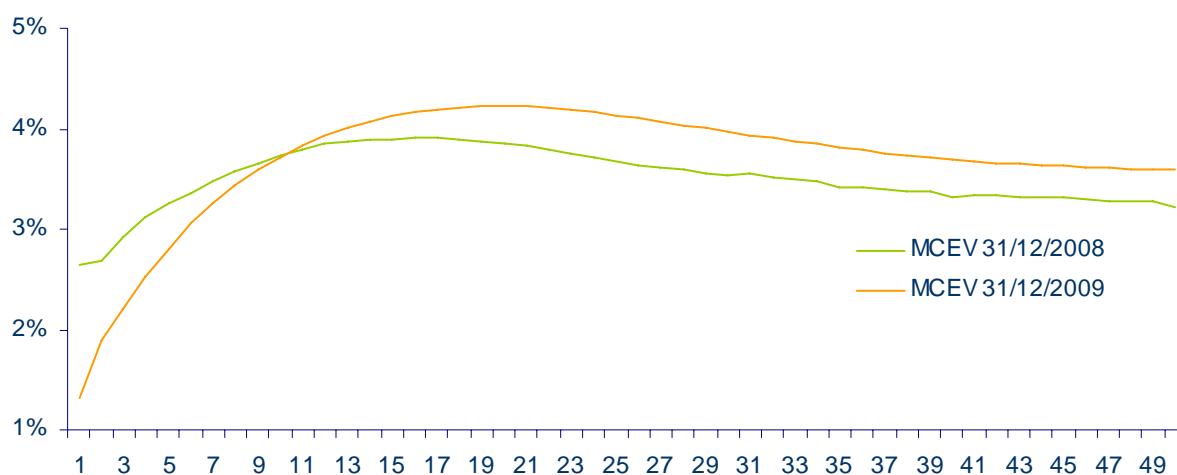
5. Hypothèses

5.1 Hypothèses financières

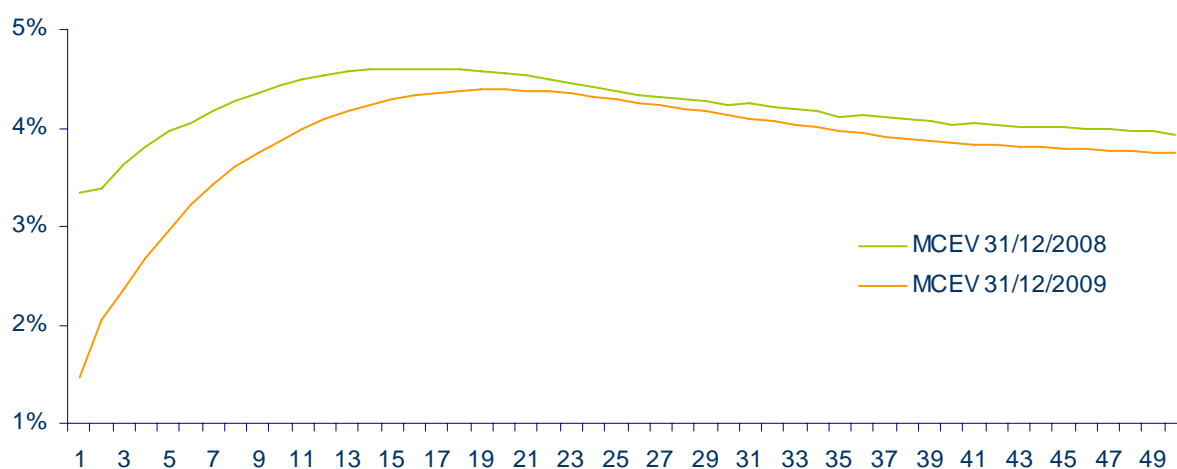
Les calculs d'Embedded Value reposent sur les conditions de marché au 31/12/2009.

5.1.1 Courbe de référence

Conformément aux principes MCEV[®] 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 31/12/2009. Après dé-coupage, 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 défini précédemment pour les familles de contrats sur lesquels les passifs sont jugés illiquides : contrats d'épargne-retraite en € et portefeuille de rentes. La prime de liquidité marché a été évaluée à partir des spread des obligations corporate, ce spread étant déterminé comme la marge par rapport au taux swap de l'indice obligataire iBoxx € Corporates. Seul un tiers de cette prime a été intégré à la courbe de référence, soit 16bp. Pour mémoire en 2008, la prime de liquidité s'élevait à 70bp.



L'illiquidité des passifs a été jugée par le Groupe CNP au regard des critères suivants :

- Importance du risque financier relativement à d'autres risques tels que les risques de souscription,
- Existence ou non de flux suffisamment prédictibles permettant la mise en place d'un adossement actif-passif,
- Existence ou non d'une réaction dynamique des assurés face à une modification de la conjoncture économique.

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 31/12/2009.

Notons qu'en 2008, CNP Assurances avait retenu, conformément au principe G15.3, la moyenne sur 1 an des volatilités implicites, considérant que le marché présentait depuis octobre 2008 des caractéristiques exceptionnelles.

Swaption maturité 20 ans	1 an	5ans	10 ans	15 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2008	16,96%	13,89%	13,33%	13,42%	13,46%
MCEV [®] 31/12/2009	21,37%	17,35%	15,28%	16,05%	17,31%

5.1.3 Calibrage du modèle actions

Un niveau de volatilité différent pour chaque horizon de projection compris entre 1 et 20 ans a été utilisé. Cette suite de paramètres a été déterminée en référence à la volatilité implicite des Calls sur l'indice CAC40 au 31/12/2009.

Notons qu'en 2008 CNP Assurances avait retenu comme niveau de volatilité la moyenne sur 1 an des volatilités implicites sur les mêmes actifs, considérant que le marché présentait depuis octobre 2008 des caractéristiques exceptionnelles.

Maturité	1 an	5ans	10 ans	15 ans	20 ans
MCEV [®] 31/12/2008	27,08%	27,83%	29,60%	30,36%	30,17%
MCEV [®] 31/12/2009	24,20%	26,28%	28,14%	29,03%	28,90%

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

5.1.4 Hypothèses financières du Brésil

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Post 2015
MCEV [®] 08	Taux d'actualisation	15,3%	13,3%	12,1%	11,8%	11,3%	11,3%	11,3%
	Rendement des actifs	12,9%	11,3%	9,4%	8,8%	8,0%	8,0%	8,0%
	Inflation	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	7,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
MCEV [®] 09	Taux d'actualisation	13,2%	12,3%	12,5%	12,2%	11,9%	11,6%	11,3%
	Rendement des actifs	9,4%	9,7%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
	Inflation	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
	Prime de risque	7,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Le taux de change €/réal passe de 3,2590 à 2,5084 au 31/12/2009.

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 de CNP Assurances :

	France	Italie	Brésil
MCEV [®] 31/12/2008	34,43%	32,4%	40% (1)
MCEV [®] 31/12/2009	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.

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% 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 3,1% au 31/12/2008 et 2,9% au 31/12/2009.

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 10,4M€ de frais exceptionnels, constaté dans les comptes du 31/12/2009.

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

Aucun gain de productivité n'est valorisé à l'exception de CNP Vita pour laquelle les projections reposent sur un maintien du niveau moyen des frais en valeur absolue jusqu'en 2014 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 5M€ et de 1,6M€ sur 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.

6. Opinion Milliman

Milliman Paris, cabinet d'actuaire indépendants, a procédé à la certification de l'Embedded Value du Groupe CNP au 31 décembre 2009. 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 2009, la valeur de la nouvelle production 2009, l'analyse des écarts entre l'Embedded Value au 31 décembre 2008 et celle au 31 décembre 2009 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. Il convient de noter que, conformément au principe n°14, le Groupe CNP a retenu une prime de liquidité de 16 bp sur les portefeuilles d'Epargne Individuelle en euros, de Retraite Individuelle et de Retraite Collective.

Par ailleurs, les informations communiquées dans le document "CNP Assurances - Rapport Embedded Value 31/12/2009" sont conformes aux principes CFO Forum de l'European Embedded Value actuellement en vigueur.

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.