

PARTIE IV

FACTEURS DE RISQUE, RISQUES DE MARCHÉ ET INFORMATIONS LIÉES

4.1 FACTEURS DE RISQUE

Risques liés aux marchés financiers, à la solidité de notre notation financière, à notre situation financière, à l'évaluation de nos actifs et autres aspects liés	196
Risques liés à la structure du Groupe, au périmètre et à la nature de notre activité, à l'environnement dans lequel nous opérons et aux produits que nous offrons	202
Risques liés à la détention d'ADS ou d'actions AXA	209

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

L'organisation du Risk Management	212
Risques de marché	214
Risques de crédit	225
Risques d'assurance	229
Risques opérationnels	233

4.3 AUTRES INFORMATIONS FINANCIÈRES

Procédures judiciaires	235
Politique de distribution du dividende	235
Changements importants	235

4.1 FACTEURS DE RISQUE

Nous attirons votre attention sur les risques décrits ci-après. Ces risques sont susceptibles d'affecter de manière significative notre activité, les résultats de nos opérations ou notre situation financière, d'entraîner une baisse importante du cours de nos actions ou de nos ADS (American Depositary Shares) ou d'entraîner un écart important entre les résultats obtenus et nos prévisions ou les résultats figurant dans les projections faites par la Société ou en son nom. La description des risques qui suit n'est pas limitative. En outre, d'autres risques et incertitudes qui nous sont actuellement inconnus ou que nous pouvons aujourd'hui considérer comme mineurs pourraient dans le futur affecter de manière significative notre activité, notre situation financière, les résultats de nos opérations ou nos cash flows.

RISQUES LIÉS AUX MARCHÉS FINANCIERS, À LA SOLIDITÉ DE NOTRE NOTATION FINANCIÈRE, À NOTRE SITUATION FINANCIÈRE, À L'ÉVALUATION DE NOS ACTIFS ET AUTRES ASPECTS LIÉS

Les conditions actuelles difficiles des marchés financiers mondiaux et de l'économie sont susceptibles d'affecter significativement de manière négative notre activité et notre rentabilité et ces conditions sont susceptibles de perdurer

Les résultats de nos opérations sont affectés de façon importante par les conditions des marchés financiers mondiaux et de l'économie en général. L'instabilité des marchés financiers mondiaux qui a débuté au cours du second semestre de l'année 2007 perdure et s'est aggravée substantiellement au cours de l'année 2008 et persiste en 2009. Une large variété de facteurs comprenant des incertitudes sur la disponibilité et le coût du crédit, la stabilité et la solvabilité des institutions financières et des autres sociétés, l'inflation future, les coûts de l'énergie, et les tensions géopolitiques ont entraîné une volatilité accrue et des prévisions de croissance de l'économie générale et des marchés financiers plus pessimistes. Ces facteurs associés à des prix du pétrole volatils, des marchés de l'immobilier en déclin, l'effondrement des marchés de capitaux, la baisse de confiance des ménages et des entreprises et les risques futurs d'inflation et de chômage accrus, ont accéléré un ralentissement significatif de l'économie et des craintes d'une récession globale potentielle.

Les marchés mondiaux des instruments à taux fixe sont en proie à une situation de volatilité extrême ainsi qu'à une situation de liquidité réduite, qui ont affecté un large panel de classes d'actifs et de secteurs. En conséquence, le marché pour les instruments à taux fixe a vu sa liquidité diminuée, une volatilité de prix accrue, une notation financière dégradée et une probabilité de défaillance. Les marchés boursiers mondiaux ont subi une correction sévère dans une proportion historique au cours des derniers mois avec de nombreux marchés majeurs baissant de plus de 40 % par rapport à leur point culminant et ces marchés boursiers continuent d'être sujets à une volatilité extrême.

Ces événements et la persistance des bouleversements du marché, notamment avec des niveaux extrêmes de volatilité, ont affecté et peuvent continuer d'affecter négativement nos revenus et les résultats de nos opérations, d'une part en raison de la taille importante de notre portefeuille d'investissement, d'autre part, à cause de notre dépendance vis-à-vis du comportement et du niveau de confiance du consommateur. En 2008, notre résultat consolidé a baissé par rapport au résultat consolidé de 2007 et notre bénéfice net a chuté de manière significative par rapport à celui de 2007 en raison de nombreux facteurs, incluant des dépréciations et des variations défavorables de la valeur de nos actifs investis. La persistance d'un marché et d'un environnement économique défavorables auxquels nous avons fait face à la fin de l'année 2008 et au début de l'année 2009, peut continuer d'affecter négativement notre activité et notre rentabilité future, particulièrement nos activités d'Épargne-retraite et gestion d'actifs. Pour les activités d'Épargne-retraite, ces conditions pourraient affecter les ventes de nos produits d'assurance-vie et de pension, nos fonds d'investissement, nos services de gestion d'actifs et nos produits dont le risque financier est supporté par les détenteurs de police en unités de compte, dont notamment les produits d'Épargne retraite (« variable annuity ») et les produits d'assurance-vie (« variable life »). En particulier, des baisses prolongées ou brutales des marchés actions ou obligations réduisent généralement l'attractivité des contrats en unités de compte.

Par ailleurs, la valeur comptable de ces produits sera affectée par le ralentissement des marchés financiers et la diminution des valeurs comptables va entraîner une diminution des commissions générées par ces produits. Pour les activités de gestion d'actifs, les conditions défavorables de marché pourraient entraîner des chutes continues de la valeur des actifs que nous gérons et affecter notre capacité à accumuler et à garder ces actifs, étant donné que les clients pourraient choisir de nous retirer la gestion de ces actifs dans ces circonstances.

Notre capacité à réaliser un bénéfice sur des produits d'assurance et d'investissement, notamment des produits à rendement fixe et garanti, dépend en partie des retours sur investissements qui soutiennent nos engagements. La valeur de certains investissements peut varier d'une manière significative en fonction des conditions précitées. Certains types de produits d'assurance et d'investissement que nous proposons nous exposent aux risques liés aux fluctuations des marchés financiers, notamment

certain types de produits variables ou sensibles à la variation des taux, tels les produits à annuités fixes ou variables, ou certains produits à taux garantis ou à rémunération garantie qui ne varient pas systématiquement en fonction des taux d'intérêt du marché ou des retours sur investissement des actifs sous-jacents. Bien que nous utilisions des mécanismes de couverture afin de maîtriser notre exposition à certaines de ces garanties, l'accroissement de la volatilité des marchés financiers ainsi que le comportement imprévisible du détenteur de polices, est susceptible d'augmenter ces coûts de couverture et d'affecter sensiblement notre capacité à couvrir certains de ces risques, ce qui pourrait ainsi nuire à notre rentabilité. Pour plus d'informations, vous pouvez vous reporter à la section « Risques liés à la nature de notre activité et à l'environnement dans lequel nous investissons ». Nos programmes de couverture peuvent se révéler inadaptés pour nous protéger contre l'accroissement de notre exposition ou des pertes que nous cherchons à atténuer ce qui peut impacter de manière significative notre activité, les résultats de nos opérations ainsi que notre situation financière.

Des facteurs comme le niveau de consommation des ménages, de l'investissement des entreprises, des dépenses publiques, la volatilité et la croissance des marchés de capitaux et l'inflation affectent tous l'environnement économique général et, en dernier ressort, le niveau et la rentabilité de nos activités. Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique marqué par une augmentation du chômage, une baisse des revenus des familles, une chute des bénéfices des entreprises, un recul de l'investissement et une diminution de la consommation des ménages, la demande de nos produits financiers et de nos produits d'assurance peut être affectée sensiblement. En outre, nous pouvons subir un risque accru de non-renouvellements et de rachats de polices et nos assurés pourraient décider de différer le paiement de leurs primes ou arrêter tout paiement. Ces évolutions pourraient impacter de manière significative notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière.

Des conditions défavorables sur les marchés de capitaux et de crédit peuvent affecter de manière significative notre capacité à satisfaire nos besoins de liquidité, notre accès au capital et le coût du capital

Les marchés de capitaux et de crédit ont été en proie à une volatilité et une perturbation très fortes depuis plus de 18 mois. Au cours du second semestre de l'année 2008, la volatilité et la perturbation ont atteint des niveaux sans précédent et ont sévèrement limité la disponibilité de liquidités additionnelles sur les marchés et la capacité d'emprunt chez la plupart des émetteurs, dont AXA.

Nous avons besoin de liquidités pour couvrir nos charges d'exploitation (incluant les sinistres et les rachats de police), le paiement de l'intérêt de notre dette et des dividendes et pour refinancer certaines dettes arrivant à maturité et autres obligations. En outre, nous avons besoin de liquidités pour certaines opérations dérivées auxquelles nous participons et qui nous contraignent à garantir les encours par des comptes de dépôt de garantie et/ou nous assujettissent à des appels de marge dans certaines circonstances. Une liquidité insuffisante et/ou une restriction de l'accès au financement prolongé peut affecter de manière significative notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière consolidée. Les principales sources de nos liquidités sont les primes d'assurances, les produits à annuités, les fonds de réserves, les commissions de gestion d'actifs, les cash flows générés par nos actifs investis et par la trésorerie et autres disponibilités équivalentes de notre bilan. Les autres sources de liquidités dans un contexte de fonctionnement normal des marchés comprennent également une gamme d'instruments à court et à long terme, incluant des contrats de rachat, des effets de commerce, de la dette à moyen et à long terme, des titres de dettes junior subordonnées, des titres de capital et des actions.

Dans l'hypothèse où nos ressources actuelles ne permettent pas de satisfaire nos besoins, nous devons rechercher des moyens de financement alternatifs. La disponibilité des moyens de financement alternatifs dépendra d'une gamme de facteurs comme les conditions de marché, la disponibilité en général du crédit, le volume des activités de trading, la disponibilité en général du crédit pour les institutions financières, de notre notation financière et de notre capacité d'emprunt, tout comme de la possibilité que les clients et les prêteurs puissent développer une perception négative de nos perspectives financières à court et à long terme si nous contractons des pertes d'investissement importantes ou si le niveau de notre activité diminue en raison du ralentissement économique. De la même manière, notre accès au financement peut être menacé si les autorités de régulation ou les agences de notation prennent des mesures négatives à notre encontre. Alors que le Management a mis en place un plan de gestion des risques de liquidités qui inclut une surveillance active de la position de liquidité du Groupe, ainsi que des plans d'urgence pour obtenir des disponibilités, si les sources internes de financement s'avèrent insuffisantes ou si les exigences de liquidité évoluent impliquant des disponibilités supplémentaires, nous ne serons peut-être pas capables d'obtenir des financements à des conditions favorables, ou d'en obtenir.

Les perturbations, l'incertitude et la volatilité prolongées des marchés de capitaux et de crédit des derniers mois peuvent aussi réduire notre accès au financement nécessaire pour exercer nos activités, plus spécialement nos activités d'assurance, refinancer le moment venu nos dettes arrivant à maturité et nos autres obligations, satisfaire les obligations réglementaires en matière de capital de nos filiales d'assurance et accéder aux sources de fonds nécessaires pour développer notre activité de manière organique et/ou par des acquisitions. Dans ce contexte, nous pouvons être contraints de différer des augmentations de capital ou d'accepter des financements coûteux qui pourraient diminuer notre rentabilité et réduire de manière significative notre flexibilité financière.

La marge de solvabilité consolidée de la Société a diminué de façon significative en 2008 et la prolongation de conditions défavorables sur les marchés de capitaux pourrait nuire davantage à notre marge de solvabilité consolidée ainsi qu'aux exigences de capital réglementaire pesant sur nos filiales qui exercent une activité d'assurance, ces facteurs sont susceptibles d'avoir un effet négatif sur nos activités, l'état des liquidités, la notation de crédit, le résultat opérationnel et la situation financière

Les filiales de la Société exerçant une activité dans le domaine de l'assurance sont soumises aux exigences des différents régulateurs locaux en termes de capital réglementaire. Ces dispositions ont pour objet l'adéquation des fonds propres ainsi que la protection des assurés. Les exigences en terme de fonds propres des compagnies d'assurance dépendent généralement de la conception du produit, du volume des souscriptions, des actifs investis, des engagements, des réserves et des évolutions des marchés de capitaux, notamment au regard des taux d'intérêt et des marchés financiers, sous réserve de dispositions spécifiques applicables dans certains pays (en ce compris la définition des actifs admissibles et les méthodes de calcul). Ces exigences réglementaires sont susceptibles d'être durcies, de façon relativement significative, durant les périodes de fléchissement des marchés financiers et/ou en cas de baisse des taux d'intérêt, tels qu'ils ont pu être observés en 2008.

Au niveau consolidé du Groupe et conformément aux exigences françaises «Solvabilité 1», la Société est tenue de calculer une marge de solvabilité correspondant au ratio entre le total du capital disponible de la Société sur le capital réglementaire requis. Selon la réglementation française applicable, la Société doit maintenir sa marge de solvabilité consolidée à un minimum de 100 %. Au 31 décembre 2008 la marge de solvabilité consolidée de la Société était de 131 % (soit 127 % déduction faite de la distribution d'un dividende de 0,40 euros par action telle que proposée à l'Assemblée Générale) représentant un capital excédentaire de 6 milliard d'euros : un capital requis¹ de 22,1 milliards d'euros pour un capital disponible² de 28,1 milliards d'euros. Au titre de 2008, la marge de solvabilité de la Société se situait à un niveau inférieur par rapport à l'exercice 2007 (154 %) et par rapport à l'exercice 2006 (186 %). La marge de solvabilité consolidée de la Société est aussi inférieure aux ratios de solvabilité de certains de ses principaux concurrents, il est néanmoins précisé que, selon le Management, les modalités et les calculs de la solvabilité consolidée ne sont pas parfaitement uniformisés suivant les marchés et les entreprises, et ne sont donc pas comparables. Cette diminution de la marge de solvabilité est justifiée par un certain nombre de facteurs dont notamment la chute importante des marchés financiers, la valorisation des titres à revenus fixes et l'impact des opérations de change. La prolongation de conditions défavorables sur les marchés de capitaux est de nature à nuire davantage à la marge de solvabilité consolidée de la Société.

Dans un souci de respect de la réglementation en vigueur et afin de s'assurer que la Société et ses filiales exercent leur activité dans un environnement concurrentiel approprié, le Management surveille de façon régulière la marge de solvabilité consolidée de la Société ainsi que le niveau de fonds propres des ses filiales exerçant une activité d'assurance. Les régulateurs des activités d'assurance disposent d'un large pouvoir d'interprétation pour l'application et la mise en œuvre des règles applicables au domaine de l'assurance. Par ailleurs, une forte volatilité des marchés financiers, telle qu'observée ces derniers mois, pourrait conduire les régulateurs à adopter une interprétation plus restrictive des textes. Les autorités disposent en outre de moyens d'actions à l'encontre des compagnies d'assurance dont les fonds propres ne seraient pas en adéquation avec les exigences réglementaires ; elles peuvent notamment imposer des exigences supplémentaires sur les réserves nécessaires pour couvrir certains risques, renforcer les exigences en matière de liquidité, imposer des décotes plus importantes, des marges de sécurité sur certains actifs ou catégories d'actifs, des méthodes de calcul plus rigides, ou prendre d'autres mesures similaires qui seraient de nature à augmenter de façon significative les exigences en matière de fonds propres. Dans l'hypothèse où les fonds propres de la Société et/ou une de ses filiales venaient à descendre en-deçà des exigences réglementaires, les régulateurs des activités d'assurance disposent de moyens d'actions importants. A titre d'exemple, ils peuvent restreindre ou interdire la conclusion de nouveaux contrats, interdire la distribution de dividendes, et/ou, dans les cas les plus graves, requérir l'ouverture d'une procédure de redressement ou d'insolvabilité. Par ailleurs, dès lors que les filiales ne maintiendraient pas un niveau de fonds propres adéquat au regard des exigences réglementaires et/ou de leurs positions concurrentielles, la Société pourrait être amenée à les supporter financièrement, ce qui est susceptible d'avoir un impact significatif sur l'état de ses liquidités, son résultat d'exploitation et sa solidité financière. En 2008, la Société a pourvu des montants importants à ses filiales par le biais de prêts, d'apports en capital et d'autres mécanismes, dont notamment un prêt d'environ 2,44 milliards d'euros au bénéfice d'AXA Financial dans le but d'améliorer la capitalisation des filiales d'AXA Financial exerçant des activités d'assurance. Dans l'environnement actuel des marchés financiers, le Management considère qu'au cours des prochains mois ses filiales exerçant des activités d'assurance pourraient devenir de plus en plus dépendantes de la Société en matière de ressources en capital et de financement.

À l'occasion de leur évaluation de la solidité financière et de la qualité du crédit, les agences de notation prennent en compte la marge de solvabilité consolidée de la Société ainsi que le niveau du capital réglementaire. La modification des modélisations internes des agences de notation peuvent se traduire par une augmentation ou une diminution du capital requis pour maintenir une notation de crédit. Dans la mesure où nos niveaux de fonds propres seraient insuffisants au regard des critères des agences de notations, l'évaluation de notre solidité financière et notre notation de crédit pourrait être abaissées.

(1) À cet effet, le capital requis est calculé sur la base de formules intégrant divers facteurs tels que (i) pour les activités d'Assurance Vie et Epargne : des pourcentages de provisions techniques (4 % quand le risque d'investissement est supporté par l'assurance et 1 % quand le risque d'investissement est supporté par le souscripteur) ajustés à un taux de rétention spécifique à chaque entité et augmenté d'un montant du capital exposé ; et (ii) pour les activités IARD : le résultat dont le montant est le plus élevé entre 23 % de la moyenne des coûts des sinistres ou 15 % du montant brute des primes comptabilisées ou acquises, dans les deux sous réserves de divers ajustements.

(2) À cet effet, le capital disponible représente (i) la valeur nette des actifs corporels soit les capitaux propres consolidés diminué des actifs incorporels (en ce compris les coûts d'acquisition différés), la dette perpétuelle et d'autres éléments, augmenté (ii) des obligations subordonnées, des plus-values latentes, des intérêts minoritaires et d'autres éléments.

La crise financière se prolongeant, le Management a mis en place divers plans de réserve conçus afin de garantir que tant la marge de solvabilité de la Société que les exigences de fonds propres pesant sur les filiales qui exercent une activité d'assurance demeurent supérieures aux minimums réglementaires et à un niveau permettant à la Société et à ses filiales de se positionner convenablement sur le plan concurrentiel. Ces plans de réserve incluent l'utilisation de la réassurance, la cession de portefeuilles d'investissement ou d'autres actifs, des mesures visant à limiter les difficultés de capital pour les affaires nouvelles, l'émission d'actions de préférence ainsi que d'autres mesures. Néanmoins, dans la mesure où l'efficacité de ces plans de réserves ne peut être garantie, le fait que la Société et/ou une de ses filiales exerçant une activité d'assurance descendent en-deçà du niveau de fonds propres adéquat en fonction de la réglementation ou des circonstances concurrentielles peut nuire à nos activités, à l'état des liquidités, à la notation de crédit, au résultat opérationnel ainsi qu'à notre situation financière.

La révision à la baisse des notations de notre capacité de règlement des sinistres et de notre solidité financière pourrait affecter défavorablement notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière

Les notations de capacité de règlement des sinistres et de solidité financière sont devenues des facteurs de plus en plus importants pour déterminer la situation concurrentielle des compagnies d'assurance entre elles. Les agences de notation révisent de manière récurrente leurs notations et leurs méthodologies, et peuvent de ce fait modifier leur notation à tout moment. En conséquence, nos notations actuelles pourraient ne pas être maintenues. Dans un contexte de crise financière et au vu de la détérioration des marchés financiers au cours des derniers mois, certaines agences de notation ont revu à la baisse leurs perspectives concernant le secteur de l'assurance vie et ont déclassé un nombre d'entreprises de plus en plus important. En février 2009, Standard & Poor's a confirmé la notation AA pour la qualité du crédit et la solidité financière des principales filiales d'AXA exerçant des activités d'assurance ainsi que la notation A+ pour la qualité du crédit de la Société. Standard & Poor's a néanmoins revu à la baisse ses perspectives qui sont passées de « stables » à « négatives » tout en indiquant que les bases d'AXA demeurent solides et largement suffisantes pour permettre au Groupe de résister aux conditions de marché et de maintenir une notation de catégorie 'AA' sur le moyen terme. Moody's Investors Services a, d'une part, confirmé la notation Aa3 pour la qualité de crédit et la solidité financière des principales filiales d'AXA exerçant des activités d'assurance et a, d'autre part, maintenu la notation A2 pour la Société. Par ailleurs, Moody's n'a pas revu ses perspectives qui restent donc « stables ». En mars 2009, Fitch Ratings a (i) abaissé d'un cran la notation de solidité financière des principales filiales d'AXA exerçant des activités d'assurance, passant de AA à AA-, et (ii) abaissé les notations de la Société suivantes : les obligations *senior* passent de A+ à A- (deux crans), les obligations subordonnées passent de A à BBB+ (deux crans) et les obligations à court terme passent de F1+ à F1 (un cran). Fitch Ratings aussi revu ses perspectives qui sont passées de « stables » à « négatives ». Une révision à la baisse, même potentielle, des notations pourrait avoir des effets négatifs pour la Société tels que (i) la dégradation de notre situation concurrentielle, (ii) notre incapacité à collecter de nouvelles polices d'assurance (iii) l'augmentation des taux de rachat ou de résiliation des polices d'assurance existantes (iv) l'augmentation du coût de réassurance, (v) notre incapacité à trouver des moyens de financement et/ou l'augmentation du coût de ces financements, (vi) la nécessité de constituer des garanties additionnelles pour certains contrats, (vii) l'impact négatif sur nos relations avec les créanciers ou les contreparties commerciales et/ou (viii) l'impact négatif significatif sur la confiance du public. Chacune de ces hypothèses pourrait avoir un impact négatif sur nos activités, notre niveau de liquidité, notre résultat opérationnel, nos revenus ainsi que sur notre situation financière.

Les pertes dues aux défaillances d'institutions financières et d'autres tiers, à la dépréciation des actifs investis et pertes latentes pouvant toutes nuire à la valeur de nos investissements et réduire notre rentabilité

Les débiteurs d'AXA que ce soit en numéraire, en titres ou autres actifs, sont susceptibles de ne pas respecter leurs engagements. Ces tiers incluent l'ensemble des émetteurs dont nous détenons des titres dans nos portefeuilles d'investissement (notamment des titres adossés à des crédits hypothécaires et à des actifs), des emprunteurs dans le cadre de crédits hypothécaires et d'autres prêts que nous consentons, des réassureurs auxquels nous avons cédé des risques d'assurance, des clients, des contreparties de négociation (« *trading counterparties* »), des contreparties aux contrats de swap et autres dérivés, des autres tiers incluant des intermédiaires et des courtiers, des banques commerciales, des fonds de couverture et d'autres fonds d'investissement, des agents de compensation, bourses, chambres de compensation et autres institutions financières. De nombreuses transactions avec ces tiers nous exposent au risque de crédit dans l'hypothèse d'une défaillance de notre contrepartie. En outre, dans les transactions sécurisées, notre risque de crédit peut être renforcé lorsque la garantie que nous détenons ne peut pas être réalisée ou est liquidée à des prix insuffisants pour couvrir le montant total du prêt, du produit dérivé ou de toute autre obligation garantie. Ainsi, la défaillance de certains tiers avec lesquels nous n'entretiens aucune relation contractuelle directe, comme notamment le défaut d'un assureur de crédit ayant entre autres assuré des obligations ou des produits de financement structuré entrant dans nos portefeuilles d'investissement, est susceptible d'impacter sensiblement la valeur de ces titres voire, de manière plus générale, des marchés financiers. La défaillance de ces tiers peut être causée par différents éléments dont la faillite, le défaut de liquidité, le ralentissement de l'économie ou du marché immobilier, ou encore des défaillances opérationnelles. Les tensions que nous rencontrons sur nos principaux marchés, comme celles subies au cours des 18 derniers mois, sont susceptibles d'entraîner la dépréciation de la valeur de nos actifs investis. Nous ne pouvons en aucun cas garantir que de telles pertes ou dépréciations de la valeur comptable de ces actifs ne vont pas impacter sensiblement et de manière négative notre activité et les résultats de nos opérations. Pour plus d'informations sur les dépréciations de nos actifs investis, vous pouvez vous reporter à la section « La détermination du montant des provisions et des dépréciations repose dans certains cas de manière importante sur des appréciations de notre Management, particulièrement pour les instruments de dette, et peut affecter significativement les résultats de nos opérations ou notre situation financière ». La défaillance d'un intervenant majeur sur le marché peut perturber les marchés actions ou les systèmes de compensation et de règlement des principaux marchés. Une telle situation serait alors

susceptible de provoquer à son tour un déclin du marché ou une hausse de la volatilité. Une telle défaillance sur le marché pourrait également conduire les systèmes de compensation et de règlement à évaluer les membres de ce système ou pourrait engendrer des défaillances en chaîne qui nous seraient nuisibles. En ce qui concerne les risques de défauts de réassureurs et de rétrocessionnaires qui se sont vus transférer une partie de nos risques, vous pouvez vous reporter à la section « La réassurance pourrait ne pas suffire à nous protéger contre des pertes et nous pourrions subir des pertes du fait de l'incapacité de nos réassureurs à honorer leurs engagements ».

La réassurance pourrait ne pas suffire à nous protéger contre des pertes et nous pourrions subir des pertes du fait de l'incapacité de nos réassureurs à honorer leurs engagements

Dans le cadre normal de son activité, AXA a recours à la réassurance afin de réduire les pertes susceptibles de résulter de catastrophes ou d'autres événements entraînant des résultats défavorables. Les accords de réassurance transfèrent à d'autres assureurs une partie des pertes et charges connexes ; en tant qu'assureur direct de tous les risques réassurés, nous ne sommes toutefois pas libérés de notre responsabilité. En conséquence, les accords de réassurance cédés ne suppriment pas notre obligation de règlement des demandes d'indemnisation. Nous sommes soumis au risque de solvabilité de nos réassureurs dans le recouvrement à leur encontre des sommes qui nous sont dues. Bien que nous évaluions périodiquement la situation financière de nos réassureurs afin de minimiser notre exposition à des pertes importantes dues à leur insolvabilité, nos réassureurs pourraient devenir insolvables avant que leurs obligations financières deviennent exigibles. De récentes fusions et acquisitions ont augmenté la concentration du marché de la réassurance, ce qui a réduit le nombre de grands prestataires de réassurance. L'incapacité de tout réassureur à s'acquitter de ses obligations financières à notre égard pourrait affecter défavorablement les résultats de nos opérations. En outre, la disponibilité, le montant et le coût de la réassurance dépendent de la conjoncture générale et peuvent varier substantiellement. Il est possible que nous ne puissions accéder à la réassurance à l'avenir à des prix commercialement raisonnables et toute baisse du niveau de notre réassurance augmentera notre risque de perte.

La détermination du montant des provisions et des dépréciations repose dans certains cas de manière importante sur des appréciations de notre Management, particulièrement pour les instruments de dette, et peut affecter significativement les résultats de nos opérations ou notre situation financière

Nos principes et procédures comptables relatifs à la détermination du montant des provisions et des dépréciations sont détaillés dans la Note 1.7.2. « Instruments financiers » dans les états financiers consolidés au titre de l'année 2008 inclus dans ce Rapport Annuel. La détermination du montant des provisions et des dépréciations varie en fonction du type d'investissement et est fondée sur une évaluation périodique et des estimations des risques connus et inhérents à chaque classe d'actifs respectivement. De telles évaluations et estimations sont révisées lorsque les conditions changent et que de nouvelles informations sont disponibles. Au regard des dépréciations, le Management prend en compte une large gamme de facteurs incluant ceux décrits dans la Note 1.7.2 et met en œuvre son meilleur jugement pour évaluer les causes d'une baisse dans l'estimation de la juste valeur des titres et les perspectives de récupération à court terme. Pour certaines classes d'actifs, particulièrement les instruments de dette, l'évaluation du Management repose sur une gamme de suppositions et d'estimations concernant les opérations de l'émetteur et ses revenus futurs potentiels. Le Management met à jour ses évaluations régulièrement et reflète les variations dans les provisions et les dépréciations conformément aux nouvelles évaluations. Nous ne pouvons pas garantir cependant que le Management a correctement estimé le niveau des dépréciations et des provisions enregistrées dans nos états financiers et que des dépréciations ou des provisions supplémentaires ne peuvent pas affecter négativement le résultat consolidé de nos opérations et notre situation financière.

Les conditions de marché et d'autres facteurs pourraient nuire à la valeur comptabilisée du goodwill, nous conduisant à accélérer l'amortissement des coûts d'acquisition différés (DAC) et des valeurs en portefeuille (VBI) et/ou à déqualifier les actifs d'impôts différés, ce qui pourrait nuire au résultat consolidé de nos opérations et à notre situation financière

L'évolution de l'activité et du marché peuvent affecter la valeur du goodwill comptabilisé dans notre bilan consolidé, nos schémas d'amortissement des DAC et VBI ainsi que la valorisation des actifs d'impôts différés. En effet, la valeur de certaines de nos branches d'activités, et en particulier nos activités de gestion d'actifs et nos produits en unité de compte, dépend directement de l'état des marchés financiers et de la continuité des performances opérationnelles. Le prolongement ou la dégradation des conditions de marché actuelles ainsi que des baisses prolongées de la performance opérationnelle de nos activités ou de la valorisation des titres, sont autant de facteurs qui peuvent nuire à notre goodwill de façon significative, conduire à l'accélération de l'amortissement de nos DAC et VBI et/ou à la déqualification des actifs d'impôts différés. Ces conjonctures, prises individuellement ou cumulativement, sont de nature à nuire au résultat consolidé de nos opérations et à notre situation financière.

Notre évaluation de certains investissements peut inclure des méthodologies, des estimations et des suppositions qui sont sujettes à des interprétations différentes et pouvant entraîner des variations dans l'évaluation des investissements qui peuvent affecter significativement de façon négative le résultat consolidé de nos opérations et notre situation financière

Nos principes et procédures comptables relatifs à l'évaluation de nos investissements sont détaillés dans la Note 9.9 « Placements financiers comptabilisées en juste valeur » dans les états financiers consolidés pour l'année 2008 inclus dans le présent Rapport Annuel. La détermination des justes valeurs en l'absence de prix de marchés, est fondée sur une gamme de facteurs incluant ceux décrits dans les Notes 9.9. Certains de nos actifs investis pour lesquels il n'existe pas de marché actif ou de données de

marchés identifiables, sont évalués en utilisant les modèles et méthodologies qui impliquent des estimations, des suppositions et une appréciation importante du Management. Pendant les périodes de fortes perturbations des marchés telles celles que nous avons vécues au cours des derniers mois, une proportion de plus en plus importante de nos actifs investis pourra être évaluée en utilisant ces modèles et méthodologies en conséquence d'activités de trading moins fréquentes ou d'un manque de données de marchés identifiables relativement à certaines classes d'actifs qui étaient négociés activement sur les marchés liquides précédemment. Nous ne pouvons pas garantir que nos estimations sur la base de ces modèles ou méthodologies représentent le prix auquel un titre pourra finalement être cédé ou auquel il pourrait être cédé à un moment précis. L'utilisation des différents modèles, méthodologies et/ou suppositions peut avoir un impact matériel sur le montant estimé de la juste valeur et peut influencer négativement sur le résultat consolidé de nos opérations et notre situation financière. En outre, l'évolution sans précédent des conditions des marchés de crédit et de capitaux qui changent rapidement, pourrait avoir une influence négative sur l'évaluation des titres telle qu'indiquée dans nos états financiers consolidés et les variations à période constante en valeur pourraient changer de manière significative. Des baisses de valeur peuvent impacter de manière significative le résultat consolidé de nos opérations et notre situation financière.

Les fluctuations des taux d'intérêt et des spreads de crédit peuvent nuire à notre rentabilité

Notre exposition aux risques de taux d'intérêt est principalement liée au prix de marché et aux variations des cash flows associés aux variations des taux d'intérêt.

En période de baisse des taux d'intérêt, les produits d'assurance-vie et de rente peuvent être relativement plus attractifs pour les consommateurs. Cette attractivité engendre une augmentation des sommes dues au titre des primes sur les produits à prime variable et une augmentation du nombre de polices d'assurance reconduites d'une année à l'autre, générant des asymétries de durée des obligations liées aux actifs. En période de taux d'intérêt faibles, les bénéfices réalisés sur les investissements sont susceptibles de baisser. En effet, les produits financiers générés par les investissements à revenu fixe évoluent à la baisse en fonction des variations de taux d'intérêt, ce qui a notamment pour conséquence d'entraîner des pertes latentes sur nos actifs comptabilisés en juste valeur conformément aux normes IFRS. En outre, les crédits hypothécaires et les titres à échéance fixe de nos portefeuilles d'investissements seront probablement remboursés par anticipation ou rachetés, les emprunteurs s'efforçant dans cette situation d'emprunter à des taux moins élevés. En conséquence, il se peut que nous devions réinvestir les sommes ainsi recueillies dans des titres à taux d'intérêt plus bas. Une période de taux d'intérêt faible peut également s'accompagner d'une diminution de l'écart entre les taux d'intérêt facturés aux assurés et le rendement de notre portefeuille d'investissements et nuire ainsi à notre rentabilité.

À l'inverse, en période de hausse des taux, les rachats de polices d'assurance vie et de contrats à rente fixe peuvent augmenter, les assurés choisissant de renoncer à la protection conférée par une assurance au profit de rendements d'investissement plus élevés. L'obtention de liquidités aux fins de respecter nos engagements peut nous imposer de liquider des investissements à échéance fixe à un moment où les cours de ces actifs ne sont pas favorables. Il peut en résulter des pertes sur investissement. Ces paiements entraîneraient une diminution du nombre d'actifs investis et pourraient diminuer notre résultat net, que nous réalisions ou non une perte sur investissement. Des retraits anticipés pourraient également nous amener à accélérer l'amortissement des frais d'acquisition reportés des polices d'assurance, ce qui aurait pour conséquence de réduire notre résultat net.

Les efforts que nous faisons pour atténuer les risques de taux d'intérêts concernent principalement le maintien d'un portefeuille d'investissement avec des maturités diversifiées qui ont une durée moyenne pondérée, approximativement égale à la durée de notre profil de cash flows liés à nos obligations estimées. Toutefois, notre estimation de notre profil de cash flows liés à nos obligations peut s'avérer imprécis et nous pourrions peut-être être contraints de liquider des investissements de manière prématurée et d'accuser une perte pour couvrir nos obligations. Alors même nous prenons des mesures pour gérer les risques économiques liés à l'investissement dans un environnement de taux d'intérêt fluctuants, nous ne pourrions peut-être pas atténuer le risque de taux d'intérêt de nos actifs en rapport avec nos obligations.

Notre exposition aux spreads de crédit s'explique principalement par le prix de marché et la variabilité des cash flows associée aux changements des spreads de crédit. Un élargissement des spreads de crédit va augmenter la position débitrice de perte non réalisée du portefeuille d'investissements, ainsi que les pertes liées au crédit fondé sur des produits dérivés non-qualifiés pour lesquels nous acceptons une exposition de crédit. Le resserrement des spreads de crédit va réduire le revenu net d'investissement lié aux nouvelles acquisitions de titres à maturité fixe. Les spreads de crédit récents sur les titres des sociétés et les produits structurés se sont élargis, entraînant une baisse durable des prix. Dans ce contexte, des défis permanents sont à relever, telle la faiblesse prolongée des marchés financiers, la fébrilité des investisseurs touchant l'économie mondiale, les dégradations de notation financière de nombreux produits structurés et des émetteurs financiers, les problèmes non résolus des véhicules d'investissement structurés et des assureurs de crédit, le désendettement des institutions financières et des fonds d'investissement et la perturbation importante du marché interbancaire.

Concernant la volatilité actuelle des taux d'intérêts et des spreads de crédit, pris individuellement ou avec les autres facteurs tels que le manque de transparence des prix, le manque de liquidité des marchés, les chutes des prix des titres de capital et le renforcement ou l'affaiblissement des monnaies étrangères face à l'Euro, pourraient impacter significativement et de manière négative le résultat consolidé de nos opérations, notre situation financière ou les cash flows par le biais des pertes réalisées, des dépréciations, et des changements dans les positions de perte non réalisées.

Des fluctuations des taux de change peuvent affecter nos bénéfices

AXA publie ses comptes consolidés en euros. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2008, une part importante du chiffre d'affaires d'AXA généré par les primes d'assurance brutes et les services financiers ainsi que les profits d'AXA, et les demandes d'indemnité, était libellée en devises autres que l'euro, dont notamment le dollar américain, la livre sterling, le yen japonais, le franc suisse et le dollar australien. Les engagements d'AXA sont libellés soit en euros, soit dans d'autres devises auquel cas ils sont alors soumis aux fluctuations des taux de change.

Alors qu'AXA cherche à maîtriser son exposition aux fluctuations des devises par des opérations de couverture, les variations des taux peuvent avoir un impact significatif sur les résultats des opérations d'AXA et ses cash flows. La force, en 2009 et au-delà, de l'euro par rapport au dollar US et aux autres grandes devises pourrait nuire aux résultats des opérations d'AXA ainsi qu'à la valeur de ses titres. En outre, les couvertures de changes utilisés par AXA pour gérer les risques de taux de change peuvent influencer significativement sur les résultats (société mère seulement) de la Société et les montants disponibles pour la distribution de dividendes aux actionnaires, dans la mesure où les pertes ou gains non réalisés sur taux de change pour ces produits dérivés sont enregistrés dans le compte de résultat de la Société (à l'inverse des comptes consolidés du Groupe pour lesquels une comptabilité de couverture est appliquée aux investissements nets dans les filiales de façon à ce que ces mouvements de taux de change n'aient pas d'impact sur le compte de résultat consolidé du Groupe).

Une augmentation continue du taux d'inflation sur nos principaux marchés pourrait avoir de multiples impacts sur AXA et influencer négativement sur notre activité, notre solvabilité et les résultats de nos opérations

Depuis quelques années, l'inflation, mesurée à partir de l'évolution de l'indice des prix à la consommation, a évolué à la hausse, parfois de manière significative, dans certains des principaux marchés sur lesquels nous opérons. Une augmentation constante des taux d'inflation sur ces marchés pourrait avoir de multiples impacts sur la Société et nuire à notre activité, à notre niveau de solvabilité ou encore aux résultats de nos opérations. Par exemple, une augmentation soutenue du taux d'inflation pourrait entraîner un accroissement des taux d'intérêt sur le marché qui serait susceptible (i) de diminuer la valeur de certains titres à revenu fixe que nous détenons dans nos portefeuilles d'investissement ; cette dépréciation serait le résultat de la réduction des niveaux de plus-values latentes sur titres, ce qui affecterait de manière négative notre marge de solvabilité ainsi que notre revenu net, (ii) d'entraîner une baisse de l'attractivité de certains de nos produits Vie & Epargne, en particulier ceux ayant un taux de rémunération fixe, qui pourrait dès lors devenir inférieur aux taux du marché, et (iii) de nous obliger, en notre qualité d'émetteur de titres, à verser des taux d'intérêts plus importants relativement aux obligations que nous émettons périodiquement sur les marchés financiers afin de financer nos opérations, ce qui pourrait augmenter nos charges d'intérêts et ainsi réduire le résultat de nos opérations. Une augmentation significative et soutenue de l'inflation est également traditionnellement liée à une dépréciation des titres de capital et à une stagnation des performances des marchés actions en général. Un déclin soutenu des marchés actions pourrait (i) être à l'origine de lourdes charges pesant sur les titres de capital que nous détenons dans nos portefeuilles d'investissement et de la diminution des niveaux des plus values latentes sur titres, ce qui réduirait notre revenu net et impacterait de manière négative notre niveau de solvabilité, (ii) impacter de manière négative les performances, les ventes futures et nos produits en unité de compte dont les actifs sous jacents sont souvent alloués à des fonds d'investissement, et (iii) affecter la capacité de nos filiales spécialisées en gestion d'actifs à retenir et attirer des actifs sous gestion, ainsi que la valeur des actifs qu'elles gèrent, ce qui pourrait impacter négativement les résultats de nos opérations. En outre, en ce qui concerne certains risques liés aux assurances IARD souscrites par nos filiales d'assurances (en particulier les risques « long-tail »), une augmentation soutenue des taux d'inflation accompagnée d'une élévation des niveaux des taux d'intérêts sur le marché pourrait entraîner (i) une augmentation du montant réclamé au titre des déclarations de sinistre (i.e. du montant définitif versé afin de régler la somme due au titre de la déclaration de sinistre, plusieurs années après la période de garantie ou après la survenance des événements à l'origine de la déclaration), accompagnée (ii) d'une sous-estimation, au moment de leur mise en place, des réserves correspondant à ces déclarations de sinistre, en raison de l'incapacité d'anticiper pleinement l'inflation et ses effets sur les montants effectivement versés aux assurés, et, en conséquence, (iii) un excédent significatif des versements réels par rapport aux réserves d'assurance constituées, ce qui nuirait aux résultats de nos opérations. En outre, l'incapacité à anticiper avec précision l'évolution à la hausse de l'inflation et à la répercuter dans les prévisions de prix de nos produits, pourrait entraîner une sous-évaluation systématique des tarifs de nos produits, ce qui pourrait engendrer des pertes de souscription et aurait un effet négatif sur les résultats de nos opérations. Pour de plus amples informations, vous pouvez vous reporter à la Section 4.2 « Annexes quantitatives et qualitatives liées aux risques de marché et aux facteurs de risque » du présent Rapport Annuel.

RISQUES LIÉS À LA STRUCTURE DU GROUPE, AU PÉRIMÈTRE ET À LA NATURE DE NOTRE ACTIVITÉ, À L'ENVIRONNEMENT DANS LEQUEL NOUS OPÉONS ET AUX PRODUITS QUE NOUS OFFRONS

En tant que société holding, nous sommes dépendants de nos filiales pour couvrir nos charges d'exploitation et nos paiements de dividendes

Nos opérations d'assurance et de services financiers sont généralement mises en œuvre par des filiales directes et indirectes. En tant que société holding, nos principales sources de fonds sont les dividendes versés par les filiales, les fonds qui peuvent être mobilisés par l'émission d'obligations ou d'actions ainsi que par des emprunts bancaires ou autres.

Nous nous attendons à ce que les dividendes reçus des filiales et les autres sources de financement dont nous disposons continuent à couvrir les dépenses auxquelles nous devons faire face, notamment (i) les paiements d'intérêts sur nos contrats de financement en cours et (ii) les paiements de dividendes afférents à nos actions ordinaires en circulation. Nous prévoyons que les acquisitions et investissements stratégiques futurs seront financés à partir du cash flow disponible après le paiement des dividendes et des charges d'exploitation (charges d'intérêts comprises), des liquidités disponibles du fait des offres de titres antérieures, du produit des offres de titres futures et du produit de la vente d'actifs non stratégiques. Certaines de nos filiales importantes, dont AXA France Assurance, AXA Financial, AXA UK Holdings, AXA Japan, AXA Asia-Pacific Holdings et AXA Germany, sont également des sociétés holding et sont tributaires des dividendes versés par leurs filiales respectives pour honorer leurs engagements. Nos principales filiales d'assurance sont soumises à des restrictions quant aux paiements de dividendes distribués et aux remboursements de dette qui peuvent nous être payés et être versés aux autres sociétés du groupe. En 2009, nous nous attendons à recevoir un dividende réduit voire nul de la part de certaines de nos principales filiales et nous anticipons une dépendance de certaines de nos filiales en matière de ressources en capital et de financement, dans cette hypothèse nous serions amené à pourvoir des montants importants à ces filiales par le biais de prêts, d'apports en capital et d'autres procédés. Par ailleurs, dans la mesure où les plus ou moins-values latentes sur change sont comptabilisées dans le compte de résultat de la Société, les couvertures de change mises en place par AXA afin de gérer le risque de change sont susceptibles d'avoir un effet significatif sur le résultat de la Société et sur les sommes disponibles à la distribution de dividendes à ses actionnaires. Ces facteurs sont susceptibles d'impacter significativement l'état des liquidités de la Société et sa capacité à distribuer des dividendes sur les actions ordinaires. Pour plus d'informations, vous pouvez vous reporter à la section 2.4 « Trésorerie et financement du Groupe » incluse dans la Partie II du présent Rapport Annuel et à la Partie V – Note 28.3 « Autres éléments : restrictions au transfert de dividendes des filiales à l'investisseur » du présent Rapport Annuel. Veuillez par ailleurs vous reporter à « Risques liés aux marchés financiers, à la solidité de notre notation financière, à notre situation financière, à l'évaluation de nos actifs et autres aspects liés » – « La marge de solvabilité consolidée de la Société a diminué de façon significative en 2008 et la prolongation de conditions défavorables sur les marchés de capitaux pourrait nuire davantage à notre marge de solvabilité consolidée ainsi qu'aux exigences de capital réglementaire pesant sur nos filiales qui exercent une activité d'assurance, ces facteurs sont susceptibles d'avoir un effet négatif sur nos activités, l'état des liquidités, la notation de crédit, le résultat opérationnel et la situation financière ».

Nos programmes de couverture peuvent se révéler inadaptés pour nous protéger contre l'accroissement de notre exposition ou des pertes que nous cherchons à atténuer ce qui peut influencer négativement sur notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière

Nous utilisons des instruments dérivés, parmi lesquels des contrats d'actions et de trésorerie à terme (« Futures »), des swaps de taux d'intérêt, et des contrats de « Floor » pour couvrir certains risques en vertu des garanties que nous avons concédées à nos clients, incluant des GMDB (« *guaranteed minimum death benefits* »), GMIB (« *guaranteed minimum income benefits* »), et/ou des GMWB (« *Withdrawal for Life benefits* »), disponibles dans nos séries « Accumulator » de produits d'annuités variables (« les garanties d'Accumulator »). Ces techniques de couverture visent à réduire l'impact économique des changements défavorables de notre exposition aux garanties d'Accumulator inhérents aux fluctuations des marchés de capitaux et d'instruments à taux fixe et aux autres facteurs. Dans certains cas, toutefois, il est possible que nous ne soyons pas capables d'appliquer ces techniques pour couvrir nos risques de manière efficace en raison d'un manque de liquidité ou d'une taille trop réduite des marchés de dérivés concernés. Notre programme de couverture est fondé sur des modèles utilisant des estimations chiffrées ainsi que des appréciations du Management, incluant, entre autres, la mortalité, les taux de rachat (*lapse rate*), les taux d'élection, les taux d'intérêt et de volatilité. La réalité pourrait être sensiblement différente par rapport à nos attentes, ce qui peut impacter de manière significative les résultats de nos opérations ainsi que notre situation financière. En 2008, par exemple, nous avons subi des pertes substantielles liées aux produits garantis principalement parce que (i) les suppositions sur lesquelles se fondent nos modèles de couverture n'ont pas correctement anticipé les niveaux extrêmes de volatilité des marchés et le faible niveau durable des taux d'intérêts que nous avons expérimentés en 2008 ; et (ii) les indices utilisés dans notre programme de couverture n'ont pas reflété correctement les options d'investissement sur comptes séparés disponibles en vertu de ces contrats d'annuité (risque de base).

La rentabilité de la série phare « Accumulator » avec des produits à annuités variables dépend entre autres, de la capacité d'AXA de couvrir de manière effective les garanties d'Accumulator. Le Management est en train de mettre en place un certain nombre d'initiatives, incluant une redéfinition et une révision du prix de certaines caractéristiques de nos produits, qui sont développés pour améliorer la rentabilité de ces produits et éviter des pertes de couverture futures sur les garanties d'Accumulator telles celles que nous avons subies en 2008. Nous ne pouvons pas garantir toutefois que ces initiatives parviendront à satisfaire leurs objectifs ou que les produits redéfinis ou après la révision du prix continueront à attirer leurs marchés cibles ce qui, dans les deux cas, pourrait impacter significativement de manière négative l'activité, la situation concurrentielle, les résultats des opérations et la situation financière d'AXA.

Nous utilisons de nombreuses hypothèses pour déterminer le niveau approprié de réserves d'assurance et de coûts d'acquisition différés (Deferred Acquisition Costs ou DAC), ainsi que pour calculer certains indicateurs largement utilisés dans le secteur tels que la valeur des affaires nouvelles (NBV) et l'European Embedded Value (EEV) des activités Vie, Epargne, Retraite, qui impliquent un degré élevé d'appréciation de la part du Management ainsi que des prédictions sur un avenir par nature incertain. Si ces hypothèses se révélaient inexactes, cela pourrait avoir un impact défavorable sur les résultats de nos opérations et/ou sur les indicateurs de performance, comme la VAN, qui pourraient nuire au cours de nos titres.

La constitution de réserves, en ce compris l'impact des garanties minimum contenues dans certains de nos produits d'Épargne retraite, le test d'adéquation effectué sur les réserves constituées pour les polices d'assurance vie et la mise en place des DAC, NBV et EEV sont par essence des éléments incertains qui impliquent des hypothèses sur des facteurs tels le comportement de l'assuré (ex. non renouvellement, conservation, etc.), des décisions de justice, des changements dans la législation et la réglementation, des tendances sociales, économiques et démographiques, l'inflation, les retours sur investissement et, dans la branche assurance vie, des suppositions quant à l'évolution de la mortalité et de la morbidité. Le recours à ces nombreuses hypothèses pourrait influencer de manière significative sur les réserves et les dépenses de souscription ainsi que sur les DAC, la NBV et l'EEV. De plus, des réserves d'assurance pour des garanties minimum contenues dans certains de nos produits d'Épargne retraite, les équilibres DAC, EEV et NBV peuvent être affectés de manière significative par la situation des marchés financiers et des baisses importantes pourraient avoir un effet négatif sur le résultat consolidé de nos opérations et notre situation financière. En outre, certaines de ces prévisions ne sont pas linéaires. Bien qu'AXA ait adopté une approche « market-consistent » plus prudente que les méthodes traditionnelles de calcul des NBV et EEV, des changements dans les prévisions utilisées pour calculer ces indicateurs pourraient nuire de manière significative au niveau de nos NBV et/ou EEV. Par exemple, notre NBV est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt et, en conséquence, des prédictions inexactes sur l'évolution des taux peuvent avoir un impact significatif sur notre VAN ainsi que sur le cours de nos titres.

Si les réserves constituées au titre des pertes dans nos branches IARD et Assurance internationale s'avéraient insuffisantes, nos bénéfices s'en trouveraient affectés de manière défavorable

Conformément à la pratique du secteur et aux obligations comptables et réglementaires, nous constituons des réserves tant au titre des réclamations que des charges qui sont liées au règlement des réclamations de nos branches IARD et Assurance internationale. À l'exception des rentes invalidité et des engagements inhérents aux accidents du travail qui sont réputés constituer des règlements structurés, les réserves pour sinistres ne sont pas réduites. Les réserves ne représentent pas une évaluation précise du passif correspondant, mais plutôt une estimation du montant des réclamations, à une date donnée, établie en fonction de techniques de projection actuarielle. Ces estimations de réserves sont des prévisions du coût probable du règlement et de la gestion ultime des réclamations, sur la base de l'évaluation que nous avons réalisée des faits et circonstances alors connus, de l'examen des profils historiques de règlement, d'estimations de tendances en matière de gravité et de fréquence des réclamations, de principes juridiques de responsabilité et d'autres facteurs. La méthode d'estimation des réserves se fonde sur les informations les plus récentes disponibles au moment de la constitution des réserves initiales. Les réserves pour sinistres sont toutefois sujettes à modification en raison du nombre de variables qui influencent le coût final des réclamations, dont :

- l'évolution des sinistres (fréquence, gravité et profil des sinistres) au regard du montant estimé et de l'expérience ;
- les écarts inhérents au décalage entre la survenance du dommage, la déclaration de sinistre (par l'assuré, un tiers ou une société cessionnaire) et le règlement final (paiement) du sinistre, essentiellement imputables à des dépôts de plaintes en responsabilité civile qui peuvent mettre plusieurs années à se régler en raison de leur importance et de leur nature et, d'autre part, la survenance de catastrophes naturelles en fin d'année, pour lesquelles les informations disponibles peuvent être limitées lors de la clôture de l'exercice ;
- les tendances judiciaires ;
- les frais engagés dans la résolution de sinistres ;
- les modifications de la réglementation et de la législation ;
- l'évolution de la situation économique, en ce compris le rythme de l'inflation et les fluctuations des taux de change ; et
- les écarts des coûts inhérents aux réparations et aux frais médicaux.

Baucoup de ces éléments ne sont pas directement quantifiables, surtout sur une base prospective. De ce fait, les pertes effectives peuvent différer de manière significative des réserves brutes constituées initialement. Par conséquent, il peut s'avérer nécessaire de réévaluer les réserves à la lumière de ces évolutions. Une telle réévaluation peut avoir pour effet de faire apparaître des réserves excédentaires (lorsque les réserves brutes pour sinistres initiales étaient surévaluées) ou au contraire insuffisantes (si les réserves brutes initiales étaient insuffisantes). Les ajustements de réserves se retrouvent dans le résultat opérationnel.

Nous surveillons en permanence l'adéquation des réserves constituées, en ce compris l'évolution des sinistres émergents, et les sinistres réels par comparaison aux hypothèses faites au moment de l'estimation des réserves brutes constituées. D'après les informations dont nous disposons actuellement, nous estimons que nos réserves sont suffisantes. Cependant, comme la constitution de réserves relève par définition d'un processus incertain faisant appel à des nombreuses estimations, rien ne permet de garantir que les pertes finales ne dépasseront pas de manière significative nos réserves et qu'elles n'auront pas un effet négatif important sur les résultats de nos opérations. Par exemple, l'exposition future aux réclamations liées à l'amiante est très incertaine, en raison de la subsistance de questions importantes relativement à la responsabilité des assureurs, à des divergences dans les interprétations juridiques et les jugements prononcés d'un pays à l'autre, ou à l'agressivité des plaignants dans d'autres États, particulièrement aux États-Unis et, de plus en plus, au Royaume-Uni ainsi que dans d'autres pays européens. Ces incertitudes ont trait à l'étendue des indemnités au titre des polices d'assurance, à l'existence ou non d'un plafond d'indemnités cumulées versées aux particuliers, au nombre d'événements liés à certains sinistres et aux nouvelles théories sur la responsabilité de l'assuré et de l'assureur. Depuis le 31 décembre 2008, des réserves ont été constituées au titre des contrats d'assurance et de réassurance liés à la pollution de l'environnement ainsi qu'à l'amiante, qui représentent notre meilleure estimation de l'exposition aux demandes d'indemnisation finale à cette date, sur la base de notre connaissance actuelle des faits et du contexte juridique. Cependant, du fait des incertitudes entourant les sinistres en question, rien ne permet de garantir que les pertes finales ne dépasseront pas de manière significative nos réserves pour sinistres et qu'elles n'auront pas un effet négatif important sur nos bénéfices. Pour de plus amples informations, vous pouvez vous reporter à la Section « Risques amiante et pollution » dans la Note 14 aux États financiers consolidés d'AXA, incluse dans la Partie V du présent Rapport Annuel.

Les demandes d'indemnisation dans nos branches Vie, Epargne, Retraite pourraient ne pas être conformes avec les hypothèses faites afin de déterminer le prix de nos produits et d'établir le niveau de nos réserves, et pourraient avoir un impact négatif sur nos résultats

Dans nos branches Vie, Epargne, Retraite, nos bénéficiaires dépendent dans une large mesure de l'adéquation entre les demandes d'indemnisation et les hypothèses utilisées afin de déterminer les prix de nos produits et d'établir les charges au titre des obligations inhérentes aux demandes d'indemnisation et aux provisions techniques. AXA utilise son expérience et les données de la profession afin d'élaborer des estimations quant aux profits à venir au titre des polices d'assurance, en ce compris les informations utilisées afin de fixer les prix des produits d'assurance et d'établir les obligations actuarielles connexes. Rien ne permet toutefois de garantir que la réalité sera conforme à ces estimations. Si les prestations effectivement payées à nos assurés sont moins favorables que les hypothèses sous-jacentes utilisées initialement pour fixer les réserves sur prestations futures ou, si des événements ou tendances nous amènent à modifier les hypothèses sous-jacentes, il se peut que nous devions augmenter nos engagements, ce qui pourrait réduire notre résultat net. Par exemple, certains produits d'Epargne retraite émis ou réassurés par certaines de nos filiales contiennent de nombreux types de garanties comme les garanties plancher GMDB, GMIB et/ou GMWB. La détermination des obligations de GMDB, GMIB et GMWB se fonde sur des modèles qui comprennent de nombreuses estimations ainsi que des appréciations de la part du Management, y compris ceux concernant les taux de rendement et de volatilité attendus, les taux de sélection de GMIB, les taux de rachat de contrats et les prévisions de mortalité. La détermination des engagements afférents à nos autres lignes de la branche Vie et Epargne, comme notre activité d'Epargne-retraite, comprend aussi de nombreuses hypothèses et des jugements subjectifs sur l'évolution de la mortalité et de la morbidité, les retours sur investissement, les charges, les taux de rachat de police, les taux de non renouvellement de police et d'autres éléments. Rien ne permet de garantir que la réalité de ces produits ne diffèrera pas, positivement ou négativement, des estimations du Management. En outre, certains coûts d'acquisition liés à la vente de nouvelles polices d'assurance et à l'achat de polices d'assurance existantes ont été comptabilisés à l'actif de notre bilan et sont progressivement amortis. Si les hypothèses relatives à divers facteurs, dont la rentabilité future de ces polices d'assurance (telles que les sinistres futurs, produits et charges d'investissement) et les non renouvellements et rachats de polices d'assurance ne sont pas réalisées, l'amortissement de ces coûts pourrait être accéléré et même nécessiter des réductions de valeur comptable en raison de leur caractère irrécupérable. Ces facteurs pourraient avoir un effet défavorable important sur notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière.

Nos résultats d'exploitation pourraient être affectés défavorablement par l'intervention de catastrophes naturelles ou d'origine humaine et de pandémies

Des événements imprévisibles tels que des ouragans, tempêtes de vent ou de grêle, séismes, incendies, explosions et inondations, ainsi que d'autres catastrophes naturelles ou d'origine humaine, comme des actes terroristes, peuvent potentiellement nuire à notre résultat d'exploitation. Ces dernières années, l'évolution des profils climatiques, dont le réchauffement de la planète, ont augmenté l'imprévisibilité et la fréquence des catastrophes naturelles dans certaines régions du monde et créé une incertitude supplémentaire quant aux tendances et risques à venir. Nous cherchons en général à réduire notre exposition à ces événements par la sélection individuelle des risques, le contrôle de l'accumulation de risques et l'achat de réassurance. Nous avons connu par le passé, et pourrions connaître à l'avenir, des pertes importantes du fait de ces catastrophes, qui sont par nature imprévisibles et qui pourraient préjudicier à notre situation financière ainsi qu'aux résultats de nos opérations.

D'autres risques, comme l'apparition de pandémies telles le virus H5N1 (grippe aviaire), pourraient également affecter notre activité et nos résultats d'exploitation. Bien que des cas de grippe aviaire aient été relevés chez des volailles ou des oiseaux sauvages dans plusieurs pays d'Asie, d'Europe et d'Afrique, la transmission à l'humain a été rare. Si le virus venait à muter sous une forme permettant sa transmission d'un humain à un autre, il pourrait se répandre rapidement dans le monde en entraînant des taux de mortalité et de morbidité nettement supérieurs aux prévisions faites pour fixer les prix de certains de nos produits. Les taux de contagion et de mortalité inhérents à la transmission à l'homme du virus H5N1 sont, pour le moment, hautement spéculatifs ; nous continuons à suivre l'évolution de la situation. La survenance d'une épidémie à échelle mondiale pourrait nuire à notre activité d'assurance-vie, nos résultats d'exploitation et notre liquidité, en raison de taux de mortalité et de morbidité accrus.

Le caractère cyclique de la branche IARD peut avoir un impact sur nos résultats

L'activité d'assurance IARD est cyclique. Bien que les cycles ne soient jamais identiques, l'expérience montre qu'ils ont une durée généralement comprise entre deux et six ans. Ces cycles alternent des périodes d'intense concurrence sur les prix en raison de capacités excessives des assureurs et des périodes de pénurie d'offre permettant d'appliquer des tarifs plus élevés et ces cycles se caractérisent par une volatilité importante des résultats et des pertes. Par le passé, les assureurs IARD ont connu d'importantes variations de leurs résultats d'exploitation en raison de situations instables et parfois imprévisibles, échappant à leur contrôle direct, comme par exemple le renforcement de la concurrence entre assureurs, la survenance à une fréquence inhabituelle d'événements catastrophiques, les niveaux de capacité des assureurs ainsi que la conjoncture économique générale. Cette situation peut entraîner une baisse du chiffre d'affaires au cours de certains cycles dans l'hypothèse où nous déciderions de ne pas réduire les prix de nos produits IARD afin de maintenir notre position sur le marché et notre rentabilité. Les effets de ce caractère cyclique, les modifications des attentes des clients en matière de tarifs, la fréquence ou la gravité des sinistres ainsi que d'autres événements ou facteurs préjudiciables affectant l'activité d'assurance IARD pourraient impacter défavorablement nos résultats ainsi que notre situation financière.

Nous sommes confrontés à une forte concurrence dans toutes nos branches d'activité et les investissements récents par des gouvernements dans certaines institutions financières peuvent avoir un effet négatif sur la situation concurrentielle d'AXA dans certains de ses principaux marchés et affecter négativement les résultats de ses opérations et sa situation financière

Nous sommes confrontés à une concurrence forte et croissante dans toutes nos branches d'activité. Nos concurrents comprennent des sociétés de fonds d'investissement, de gestion d'actifs, de gestion de capitaux privés, des fonds de couverture, des banques commerciales et d'autres compagnies d'assurance, dont beaucoup sont soumis à des réglementations différentes des nôtres et proposent des produits alternatifs ou à des prix plus compétitifs que les nôtres. En outre, la création de circuits de distribution alternatifs pour certains types de produits financiers ou d'assurance, notamment par Internet, peut accroître la concurrence et la pression sur les marges de certains types de produits. Cette pression serait susceptible d'influer sur les prix d'un certain nombre de nos produits et services, et ce principalement dans l'hypothèse où nos concurrents tenteraient d'obtenir de nouvelles parts de marché. L'ensemble de ces pressions pourrait nuire à notre capacité à maintenir ou augmenter notre rentabilité.

La crise des marchés financiers a suscité de nombreuses initiatives législatives et réglementaires dans plusieurs pays où le Groupe exerce ses activités. Ces initiatives, qui visent généralement à stabiliser les marchés financiers et les institutions financières partout dans le monde, incluaient des injections de capital significatives par les gouvernements dans certains des concurrents directs d'AXA. D'autres institutions financières qui, comme AXA, n'ont reçu aucune forme de soutien gouvernemental, se retrouvent de plus en plus souvent en concurrence directe avec ces institutions soutenues ou contrôlées par des gouvernements sur leurs principaux marchés. Dans ce contexte, le Groupe est exposé à des abus et des pratiques anticoncurrentielles de la part de ses concurrents soutenus ou contrôlés par des gouvernements, qui pourraient notamment essayer d'utiliser leur soutien gouvernemental en tant qu'avantage publicitaire auprès des consommateurs, et/ou profiter des fonds injectés par les gouvernements pour mettre en place des stratégies agressives d'« achat » de recettes et de parts de marché, en souscrivant des risques à perte – dans ces deux cas, au détriment d'entités purement privées comme AXA. Il s'agit d'une situation entièrement nouvelle et qui peut avoir des conséquences négatives sur la situation concurrentielle d'AXA sur certains de ses principaux marchés et affecter de façon négative les résultats de ses opérations et sa situation financière.

Nous sommes susceptibles de ne pas pouvoir maintenir la croissance de nos activités d'assurance et de gestion d'actifs

La forte croissance de nos activités d'assurance et de gestion d'actifs ces dernières années, tant en termes organiques que d'opérations de croissance externe, pourrait ne pas se prolonger. Une volatilité sans précédent des marchés financiers et la diminution de la disponibilité du crédit depuis le deuxième semestre 2007, associées à la récession et à un sentiment de plus en plus négatif des consommateurs sur la plupart de nos principaux marchés, créent des risques significatifs pour notre capacité à poursuivre notre croissance à des taux équivalents à ceux des dernières années et à poursuivre notre croissance au moyen d'acquisitions. En outre, notre capacité à maintenir une croissance à des taux équivalents à ceux des dernières années peut être affectée par l'évolution de la réglementation, notamment de la législation fiscale applicable à nos produits et opérations dans les branches Vie, Epargne, Retraite. Le Groupe a mis en œuvre des initiatives internationales de « réutilisation » et de distribution de produits destinées à stimuler l'innovation en matière de produits et la réutilisation de produits à succès sur l'ensemble des marchés sur lesquels nous intervenons, comme ce fut le cas de notre gamme de produits d'Epargne retraite « Accumulator ». Nos produits Vie, Epargne, Retraite, y compris les produits Epargne retraite de la série « Accumulator », comprennent souvent des éléments complexes et des garanties difficiles à traduire et à transposer dans les régimes juridiques, réglementaires et fiscaux de nombreux pays. Notre incapacité à mettre en œuvre avec succès ces initiatives de réutilisation de produits, et à développer de nouvelles chaînes et de nouveaux partenariats de distribution de ces produits au moment opportun pourrait affecter défavorablement la croissance de notre branche Vie, Epargne, Retraite. Voir aussi « Risques liés aux marchés financiers – Les conditions actuelles difficiles des marchés financiers mondiaux et de l'économie sont susceptibles d'affecter significativement de manière négative notre activité et notre rentabilité et ces conditions sont susceptibles de perdurer ».

Notre activité est soumise à de nombreuses lois et réglementations ainsi qu'à des risques de contentieux importants dans les différents pays dans lesquels nous opérons. L'adoption de nouvelles lois et réglementations dans ces pays ou la modification de lois et réglementations existantes ainsi que le résultat défavorable de tout contentieux ou enquête réglementaire significative, en cours ou à venir, peuvent avoir un effet négatif sur notre activité, notre situation financière, les résultats de nos opérations, notre réputation ou notre image sur le marché

Nous sommes soumis à une réglementation détaillée et à un contrôle approfondi au sein de tous les pays dans lesquels nous opérons. Nos activités d'assurance sont soumises à des lois et réglementations en la matière, généralement destinées à protéger les assurés plutôt que nos actionnaires ou créanciers. Des modifications des lois et règlements existants en matière d'assurance pourraient affecter considérablement la conduite de nos activités et notre offre de produits d'assurance. En outre, des modifications de la réglementation concernant les prestations de retraite et les prestations salariales, la sécurité sociale, les services financiers, la fiscalité et la réglementation sur les produits et transactions de titres peuvent également affecter notre capacité à vendre de nouvelles polices ou notre exposition à des déclarations de sinistres dans le cadre de polices existantes. Nos activités de gestion d'actifs sont également soumises à une réglementation fournie dans leurs pays respectifs. Ces réglementations sont essentiellement destinées à protéger les investisseurs sur les marchés de capitaux ou les clients de prestataires d'investissement et accordent généralement aux autorités de contrôle de larges pouvoirs de régulation. Des modifications de ces lois et réglementations pourraient avoir un impact défavorable sur nos activités de gestion d'actifs. Nous sommes également soumis à une réglementation croissante, dans le cadre de divers lois et règlements régissant la solvabilité des assureurs et autres établissements financiers,

notamment en matière de capital minimum, de transactions intragroupe, de « *double-gearing* » à plusieurs niveaux au sein d'un groupe consolidé (ex. aux niveaux du Groupe, de la société holding et de la société opérationnelle). En notre qualité de prestataire de services financiers internationaux, nous sommes également de plus en plus soumis à des réglementations approfondies concernant le blanchiment d'argent, les obligations d'identification du client (« *Know Your Customer* »), les transactions interdites avec les pays ou partenaires commerciaux sous embargo ainsi que les mesures de lutte contre la corruption.

Nous sommes confrontés à des défis importants en matière de mise en conformité (« *compliance* »), en raison de l'évolution rapide de notre environnement réglementaire. Les autorités de régulation, partout dans le monde, font preuve de plus en plus de virulence et de fermeté dans l'interprétation et l'exécution des règlements en vigueur au sein des pays dans lesquels nous intervenons. Nous avons été, et pourrions être à l'avenir, soumis à des enquêtes réglementaires qui, avec les actions civiles qui les accompagnent souvent, pourraient affecter notre image, notre marque, nos relations avec les organes de régulation ou le résultat de nos opérations. Pour un exposé de la réglementation concernant notre activité, vous pouvez vous reporter à la section « Autres facteurs susceptibles d'influer sur l'activité d'AXA » dans la Partie II du présent Rapport Annuel intitulée « Le Groupe AXA : activités, performances et conditions financières ». Nous ne pouvons pas prévoir avec certitude les effets potentiels sur notre activité, notre situation financière ou les résultats des opérations de nos différentes branches, des modifications des lois ou réglementations en vigueur ainsi que de leur interprétation et application ou de l'entrée en vigueur de nouvelles lois ou réglementations. Voir aussi « Risques liés aux marchés financiers – Des initiatives législatives et réglementaires liées à la crise financière pourraient avoir un impact négatif sur l'activité, les résultats des opérations et la situation financière d'AXA ».

Nous avons été cités comme défendeurs dans de nombreux procès (actions collectives comme individuelles) et impliqués dans diverses enquêtes et examens réglementaires. Nous pourrions en outre être impliqués dans d'autres affaires à l'avenir. Ces actions interviennent dans des contextes divers, notamment dans le cadre de nos activités d'assureur, d'émetteur de titres, d'employeur, de conseiller en investissements, d'investisseur et de contribuable. Chacun de ces procès ou enquêtes réglementaires, isolément ou non, peut avoir un effet négatif significatif sur notre situation financière et les résultats de nos opérations.

Certains de ces procès et enquêtes ont pour objet d'obtenir des dommages et intérêts d'un montant élevé ou indéfini, notamment des dommages et intérêts punitifs. Certaines des autorités réglementaires impliquées dans ces procédures disposent de pouvoirs étendus pour intervenir sur la conduite de notre activité. En raison de la nature de certains de ces procès et enquêtes, nous ne pouvons pas estimer les pertes ni prévoir avec certitude l'impact potentiel de ces actions ou enquêtes sur notre activité, notre situation financière ou les résultats de nos opérations. Vous pouvez vous reporter à la Partie V – Note 30 « Contentieux » et à la Section 2.2 intitulée « Autres facteurs susceptibles d'influer sur l'activité d'AXA » de la Partie II du présent Rapport Annuel pour plus d'informations sur ces points.

Des initiatives législatives et réglementaires liées à la crise financière pourraient avoir un impact négatif sur l'activité, les résultats des opérations et la situation financière d'AXA

Dans la plupart des principaux marchés où le Groupe exerce ses activités, des initiatives très importantes au niveau législatif et réglementaire ont été adoptées ou sont en cours d'étude, pour répondre à la crise financière. Notamment, les autorités gouvernementales et réglementaires en France, au Royaume-Uni, aux États-Unis et dans d'autres pays sont en train de mettre en place des mesures visant à augmenter le contrôle réglementaire auquel sont soumis leurs marchés financiers et leur secteur de services financiers respectifs, entre autres dans le domaine des obligations prudentielles, du capital réglementaire, de la compensation des dirigeants et de l'information financière. Nous ne sommes pas en mesure de prévoir si et à quel moment d'autres initiatives législatives et réglementaires auront lieu, ou quel impact, le cas échéant, celles mises en place actuellement et d'autres à venir pourraient avoir sur notre activité, les résultats de nos opérations et notre situation financière. Nous croyons néanmoins que beaucoup des principaux pays dans lesquels le Groupe exerce ses activités engageront des réformes législatives et réglementaires de fond pour s'attaquer aux « sources » de la crise financière. Le Management pense que ces réformes concerneront des aspects connus, mais elles sont susceptibles d'aboutir à l'adoption d'une série de mesures techniquement incohérentes et inconsistantes entre les différents pays où le Groupe exerce ses activités. Pour plus d'information sur ce sujet, voir la Section 2.2, de la Partie II du présent Rapport Annuel. Bien que la nature, la portée et l'étendue de ces réformes ne soient pas encore clairement identifiées, le Management croit qu'elles pourraient être bénéfiques pour le Groupe et plus généralement pour les marchés financiers, mais il ne peut pas garantir qu'elles n'affecteront pas négativement l'activité, la situation concurrentielle, les résultats des opérations et la situation financière d'AXA.

Des modifications des législations et réglementations fiscales, notamment l'élimination des avantages fiscaux attachés à nos produits, peuvent affecter défavorablement les ventes de nos produits d'assurance et d'investissement et avoir un impact sur nos impôts différés actifs

Des modifications de la législation fiscale peuvent affecter l'attrait de certains de nos produits, qui jouissent actuellement d'un traitement fiscal favorable. Il est arrivé par le passé que les gouvernements des Etats dans lesquels nous opérons envisagent ou mettent en œuvre des propositions de modification de la législation fiscale susceptibles d'avoir des conséquences défavorables sur nos produits. Ces propositions comprennent le prélèvement d'une taxe sur l'augmentation de valeur non distribuée de polices d'assurance ou de rentes d'assurance vie, des propositions affectant le statut fiscal préférentiel dont jouissent les produits d'assurance vie et les rentes dans certains pays, ou d'autres modifications susceptibles d'affecter l'attrait de nos produits. Par exemple, au Royaume-Uni, les modifications récentes de la fiscalité des plus-values risquent de réduire l'attrait de certains produits que nous vendons, notamment des obligations d'assurance vie (« *life insurance bonds* »), et d'avoir en conséquence un

impact défavorable sur les ventes de ces produits. Aux États-Unis, la législation entrée en vigueur au printemps 2001 a augmenté le nombre de successions exonérées de droits de mutation fédéraux. Afin de parvenir à une suppression totale des droits de mutation en 2010, cette législation introduit progressivement, entre 2002 et 2009, des réductions du taux de ces droits. Cette législation prévoit toutefois la réintroduction des droits de mutation en 2011, sans la déductibilité accrue ou le taux réduit, et leur maintien par la suite. Cette législation et les modifications futures éventuelles dont elle pourrait faire l'objet, comme l'extension ou la pérennisation de son abrogation ou une réforme visant à réduire l'impact des droits de mutation, pourraient avoir un effet négatif sur les ventes de certains produits par les compagnies d'assurance-vie américaines, dont nos filiales aux États-Unis. L'entrée en vigueur d'une telle législation ou de mesures similaires dans les différents pays où nous exerçons notre activité, ainsi que les propositions, aux États-Unis, de création ou de promotion de supports alternatifs d'investissement à long terme bénéficiant d'un régime fiscal favorable, pourraient entraîner une baisse significative des ventes de nos produits actuellement favorisés par la législation fiscale.

En outre, des modifications de lois ou réglementations fiscales ou une performance d'exploitation inférieure aux niveaux actuellement prévus pourraient entraîner une modification significative des impôts différés actifs, auquel cas nous pourrions être contraints de comptabiliser une réduction de valeur de certains actifs fiscaux. Cela pourrait également être le cas si certaines prévisions de rentabilité s'avéraient inexactes, dans la mesure où des pertes qui se prolongeraient au-delà de ce qui avait été initialement envisagé rendraient plus difficile l'utilisation de nos actifs fiscaux. Une telle situation pourrait avoir un effet défavorable significatif sur les résultats de nos opérations.

L'augmentation des risques géopolitiques ainsi que d'éventuelles attaques terroristes futures pourraient avoir un effet défavorable durable sur certaines de nos activités

Nous ne pouvons pas évaluer avec certitude les effets futurs sur nos activités des attaques terroristes passées ou à venir et des réactions en réponse à celles-ci, notamment la guerre.

Ces dernières années, les attaques terroristes et leurs conséquences ont fortement pesé sur la situation économique, financière et politique générale, augmentant de manière significative de nombreux risques dans nos branches d'activité. Au fil du temps, les attaques terroristes et leurs conséquences pourraient avoir un effet négatif durable sur nos activités et les résultats de nos opérations. Notre portefeuille d'investissement est composé d'investissements dans des secteurs qui, selon nous, pourraient être affectés par des attaques terroristes et leurs conséquences, notamment le transport aérien, l'hôtellerie, les loisirs, et l'assurance IARD. L'impact de ces événements sur la valorisation de ces investissements est incertain et pourrait entraîner des pertes de valeur dues à des dépréciations durables de la valeur des investissements. Le coût et, éventuellement, la disponibilité à l'avenir, d'une couverture de réassurance contre les attaques terroristes pour nos différentes opérations d'assurance sont incertains. En outre, les agences de notation pourraient réexaminer les notes du secteur de l'assurance en général, dont nos sociétés.

Notre dimension internationale nous expose à diverses situations politiques, réglementaires et économiques locales, à des risques et des défis qui peuvent affecter la demande de nos produits et services, la valeur de notre portefeuille d'investissements et la solvabilité de partenaires commerciaux locaux

Nous commercialisons nos produits et services en Europe, en Amérique du Nord, dans la région Asie/Pacifique, au Moyen-Orient et en Afrique par l'intermédiaire de filiales détenues à 100 % et à participation majoritaire, de joint-ventures, de sociétés dans lesquelles nous détenons des participations minoritaires, d'agents et de courtiers indépendants. Nos opérations internationales nous exposent à divers risques et défis politiques, réglementaires, financiers et commerciaux qui peuvent affecter la demande de nos produits et services, la valeur de notre portefeuille d'investissements, les niveaux de capitaux et d'excédent minimum requis et la solvabilité des partenaires commerciaux locaux. Ces risques comprennent, par exemple, l'instabilité politique, sociale ou économique de pays dans lesquels nous opérons, les fluctuations des devises, les risques de crédit de nos débiteurs et partenaires commerciaux locaux, l'absence d'expérience des affaires sur certains marchés, les risques associés à l'exposition à des situations d'insolvabilité dans le secteur de l'assurance par le biais des fonds de garantie des assurés ou des mécanismes analogues mis en place sur des marchés étrangers et, dans certains cas, les risques relatifs à l'incompatibilité potentielle avec des partenaires étrangers, surtout dans les pays où nous détenons des activités par l'intermédiaire d'entités que nous ne contrôlons pas. Notre expansion sur les marchés émergents nous impose de réagir à des changements rapides de conjoncture dans ces pays. Notre succès global en tant qu'entreprise internationale dépend en partie de notre capacité à réussir dans des contextes économiques, sociaux et politiques différents. Il se peut que notre succès dans l'élaboration et la mise en œuvre de politiques et de stratégies efficaces dans certains lieux où nous opérons ne se maintienne pas.

Enfin, les résultats de nos opérations et notre situation financière pourraient être affectés ponctuellement par l'environnement économique général des pays où nous exerçons notre activité, notamment les niveaux de chômage, de prêt à la consommation ou d'inflation.

Nous opérons de plus en plus sur des marchés qui disposent de systèmes judiciaires et de résolution des litiges moins développés. En cas de litige sur ces marchés, la qualité et l'efficacité de ces systèmes pourraient avoir un effet défavorable sur nos opérations et leurs résultats

Sur les marchés moins développés dans lesquels nous exerçons notre activité, les systèmes judiciaires et de résolution des litiges

peuvent être rudimentaires. De ce fait, en cas d'inexécution contractuelle, d'action aux fins de faire respecter la réglementation en vigueur ou de litige d'une manière générale, nous pourrions rencontrer des difficultés à agir en justice contre des cocontractants ainsi qu'à faire exécuter les décisions obtenues et, si des actions sont intentées à notre encontre, nous pourrions avoir des difficultés à nous défendre. Notre éventuelle implication dans des procédures judiciaires ou réglementaires sur un marché dont le système judiciaire n'est pas suffisamment développé pourrait avoir un effet négatif sur nos opérations et leurs résultats.

Des processus ou systèmes inadaptés ou en échec, des facteurs humains ou des événements extérieurs peuvent affecter notre rentabilité, notre réputation ou l'efficacité de nos opérations

Le risque d'exploitation est inhérent à notre activité et peut se manifester de diverses manières, dont l'interruption des activités, la médiocrité des performances des forces de vente, des dysfonctionnements ou défaillances des systèmes d'information, des violations de la réglementation, des erreurs humaines, des fautes de salariés et de la fraude externe. Ces événements sont susceptibles d'entraîner des pertes financières, de porter atteinte à notre réputation et/ou d'entraver notre efficacité opérationnelle. Le Management s'efforce de maîtriser ces risques et de maintenir le risque d'exploitation à un faible niveau en favorisant un environnement sain et bien contrôlé au regard des caractéristiques de notre activité, de nos marchés et de l'environnement réglementaire dans lequel nous exerçons notre activité. Nonobstant ces mesures, le risque d'exploitation faisant partie de l'environnement dans lequel nous exerçons notre activité, il est possible que nous subissions occasionnellement des pertes dues à ces types de risques.

Nous pourrions être soumis à des passifs imprévus liés à des activités abandonnées, cédées ou liquidées et nous pourrions contracter d'autres engagements hors bilan entraînant la comptabilisation de charges dans notre compte de résultat

Nous pouvons, occasionnellement, conserver des obligations d'assurance ou de réassurance et d'autres engagements hors bilan liés à la cession ou la liquidation de diverses activités. Par exemple, le 21 décembre 2006, nous avons finalisé la cession d'AXA RE, notre filiale de réassurance, mais nous avons conservé le risque lié à un écart défavorable des réserves pour sinistres pour toutes les années antérieures au 1^{er} janvier 2006.

Nos réserves pour ces types d'obligations et de passifs peuvent être insuffisantes, ce qui nous amènerait à comptabiliser des charges supplémentaires susceptibles d'avoir un impact important sur les résultats de nos opérations. Nous pourrions aussi, occasionnellement et dans le cadre de notre activité, fournir des garanties et nous engager dans des opérations dérivées et d'autres transactions hors bilan qui pourraient donner lieu à des charges inscrites au compte de résultat. Pour plus d'informations, vous pouvez vous reporter à la Partie V – Note 28 « Actifs et passifs éventuels et engagements contractuels reçus et donnés » et à la Partie V – Note 19 « Instruments dérivés » du présent Rapport Annuel.

Le défaut de maintenance et de modernisation de nos systèmes informatiques pourrait affecter défavorablement notre activité

Notre activité dépend dans une large mesure de l'efficacité de ses systèmes informatiques. Nous avons beaucoup de systèmes informatiques différents en support de nos diverses activités. Nous devons engager des ressources significatives dans la maintenance et l'amélioration de nos systèmes informatiques et devons en créer de nouveaux pour suivre l'évolution des normes technologiques, les standards du secteur et les standards réglementaires ainsi qu'avec les préférences de la clientèle. A défaut, nous pourrions ne pas être capables de collecter et de nous appuyer sur des informations adaptées pour fonder nos décisions tarifaires, de souscription et de constitution de réserves. Nous pourrions également avoir des difficultés à attirer de nouveaux clients et à conserver notre clientèle existante. En outre, des systèmes d'informations dont les performances seraient insuffisantes, pourraient nous exposer à un nombre accru de litiges avec nos clients, fournisseurs et agents, augmenter notre risque de contentieux et notre risque réglementaire et nous amener à engager des dépenses administratives supplémentaires, notamment à titre de dédommagement.

RISQUES LIÉS À LA DÉTENTION D'ADS OU D' ACTIONS AXA

Dans l'avenir, nous pourrions proposer des droits, des bons de souscription et d'autres titres analogues à des prix en dessous du cours du marché à ce moment, ce qui pourrait avoir pour effet d'affecter le cours de nos actions ordinaires et de nos ADS et de diluer le pourcentage de détention de nos actionnaires actuels

Les conditions de marché défavorables auxquelles nous faisons face actuellement pourraient nous conduire à proposer des droits, des bons de souscription et d'autres titres analogues à des prix considérablement inférieurs au cours de bourse à ce moment, pour nous permettre de financer des acquisitions et d'autres projets de croissance, aussi bien que des améliorations à notre infrastructure existante et à d'autres activités. Ceci pourrait avoir des effets négatifs sur le cours de marché de nos actions ordinaires et de nos ADS et avoir un effet dilutif sur les pourcentages de détention et de droit de vote de nos actionnaires actuels.

Des actionnaires importants d'AXA pourraient avoir des intérêts en conflits avec vos intérêts d'actionnaires

Les Mutuelles AXA, deux sociétés mutuelles d'assurance françaises, agissant comme un Groupe, détenaient au 31 décembre 2008 environ 14,29 % des actions d'AXA et environ 23,29 % des droits de vote. La plupart des actions AXA détenues par les Mutuelles AXA bénéficient de droits de vote doubles, en application des dispositions des statuts d'AXA. Vous pouvez vous reporter à la Partie VI « Informations additionnelles » Section « Droits de vote » du présent Rapport Annuel. Les Mutuelles AXA ont déclaré leur intention de voter collectivement et de manière identique lors des assemblées générales d'AXA. Nous ne pouvons pas vous garantir que les intérêts des Mutuelles AXA ne seront pas, de temps à autre, en conflit avec vos intérêts d'actionnaire. Par exemple, même si les Mutuelles AXA ne détiennent pas la majorité des droits de vote d'AXA, leurs efforts pour refuser ou dissuader une offre future d'acquisition d'AXA, que d'autres actionnaires pourraient trouver intéressante, seraient susceptibles d'empêcher les autres actionnaires d'obtenir une prime sur leurs actions ou ADR AXA. Les Mutuelles AXA peuvent décider, à l'avenir, d'augmenter leur participation dans AXA ou de céder tout ou partie des actions qu'elles détiennent.

Le cours des ADS AXA et les dividendes versés à leurs détenteurs peuvent être affectés de manière importante par des fluctuations de la parité entre l'euro et le dollar américain

Les fluctuations de la parité entre l'euro et le dollar américain peuvent affecter la valeur des ADS AXA. En particulier, en cas de baisse de la valeur relative de l'euro par rapport au dollar, chacune des valeurs suivantes baisse corrélativement :

- l'équivalent, exprimé en dollars, du cours des actions ordinaires AXA cotées en euros sur Euronext Paris, ce qui peut entraîner une baisse du cours des ADS AXA aux États-Unis ;
- l'équivalent en dollars du produit que recevrait un détenteur d'ADS AXA en cas de vente en France de toute action ordinaire AXA retirée du dépositaire ; et
- l'équivalent en dollars des dividendes en numéraire payés en euros sur les actions ordinaires AXA représentées par les ADS AXA.

Les détenteurs d'ADS AXA pourraient ne pas être en mesure d'exercer leurs droits de vote en raison de retards de notification au dépositaire et par celui-ci

Il est possible que le dépositaire des ADS AXA ne reçoive pas à temps les documents de vote concernant les actions AXA représentées par des ADS AXA pour permettre aux titulaires d'ADS AXA de communiquer au dépositaire leurs instructions de vote. En outre, la responsabilité du dépositaire vis-à-vis des détenteurs d'ADS AXA pour défaut d'exécution des instructions de vote ou au titre de l'exécution des instructions de vote est limitée par le Contrat de Dépôt (*Deposit Agreement*) qui organise le dispositif d'ADR AXA. De ce fait, les détenteurs d'ADS AXA peuvent ne pas être en mesure d'exercer leurs droits de vote et disposer de recours limités contre le dépositaire ou contre AXA si les votes afférents à leurs actions ne sont pas exprimés conformément à leur demande.

Les recours des détenteurs d'ADS AXA seront limités si AXA ou le dépositaire n'honore pas ses obligations aux termes du Contrat de Dépôt et que ses détenteurs souhaitent engager une procédure judiciaire à l'encontre d'AXA ou du dépositaire

Le Contrat de Dépôt délimite expressément les obligations et responsabilités d'AXA et du dépositaire. Ni AXA, ni le dépositaire n'engageront leur responsabilité s'ils :

- sont empêchés ou retardés dans l'exécution de toute obligation par des circonstances échappant à leur contrôle ;
- exercent ou échouent à exercer tout pouvoir discrétionnaire aux termes du Contrat de Dépôt ; ou
- prennent toute mesure sur la base d'avis ou d'informations recueillis auprès d'un conseiller juridique, d'experts comptables, de toute personne présentant des actions ordinaires au dépôt, de tout détenteur ou propriétaire d'un ADR AXA ou de toute autre personne qu'AXA ou le dépositaire estime, de bonne foi, comme étant compétente pour fournir un tel avis ou une telle information. En outre, le dépositaire et AXA sont tenus de participer à toute action, tout procès ou autre procédure relative aux ADS AXA pouvant les impliquer en termes de dépenses ou de responsabilité uniquement s'ils sont indemnisés.

Ces dispositions du Contrat de Dépôt limiteront la capacité des détenteurs d'ADS AXA à bénéficier d'un recours si AXA ou le dépositaire n'honore pas ses obligations aux termes du Contrat de Dépôt ou s'ils souhaitent engager une procédure judiciaire à l'encontre d'AXA ou du dépositaire.

Les détenteurs d'ADS AXA aux États-Unis pourraient ne pas être en mesure de participer à des offres de droits, bons de souscriptions d'actions ou titres analogues ouvertes aux détenteurs d'actions AXA, aux mêmes conditions que ces derniers

Si nous offrons des droits, bons de souscription d'actions ou titres analogues aux détenteurs de nos actions ou distribuons des dividendes, en tout ou en partie, en titres, le Contrat de Dépôt prévoit que le dépositaire (après consultation d'AXA) aura toute latitude quant à la procédure à suivre pour mettre ces droits ou autres titres à la disposition des détenteurs d'ADR, notamment concernant la cession de ces droits ou titres ainsi que la distribution aux détenteurs d'ADR du produit net en dollars en résultant. Etant donné le nombre élevé de détenteurs d'ADR AXA aux États-Unis, AXA aurait, d'une manière générale, l'obligation d'enregistrer auprès de la SEC toute offre publique de droits, de bons de souscription ou autres titres présentée à ses détenteurs d'ADR, sauf à se prévaloir d'une dispense de l'obligation d'enregistrement prévue dans la législation boursière américaine. L'enregistrement

d'une telle offre auprès de la SEC peut être long et incompatible avec le calendrier d'une opération de levée de fonds à l'échelle internationale. En conséquence, nous avons pu choisir par le passé, et pourrions choisir à l'avenir, de ne pas présenter une telle offre aux États-Unis, notamment à nos détenteurs d'ADR aux États-Unis et limitons généralement la présentation de cette offre sous la forme d'une opération « offshore » conformément au « Règlement S » pris en application de la Loi américaine sur les valeurs mobilières de 1933, telle que modifiée. En conséquence, rien ne permet de garantir que les détenteurs de nos ADR pourront participer à cette offre au même titre que les détenteurs d'actions ordinaires.

Le cours de notre ADS et de notre action peut être volatile et chuter brutalement et vous pourriez ne pas être en mesure de vendre vos ADR ou vos actions au prix d'achat initial ou à un prix supérieur à celui-ci

Le prix auquel nos ADS et nos actions ordinaires se négocient peut être affecté par un grand nombre de facteurs, dont certains sont intrinsèques à notre activité, tandis que d'autres seront liés au secteur de l'assurance et aux marchés de capitaux en général. Du fait de ces facteurs, il se peut que vous ne puissiez pas revendre vos ADS ou vos actions ordinaires au prix auquel vous les avez achetés ou à un prix supérieur. En particulier, les facteurs suivants, qui s'ajoutent à d'autres facteurs de risque décrits dans la présente Section, peuvent influencer de façon significative sur le cours de nos ADS ou de nos actions ordinaires :

- la perception de notre Société par les investisseurs, notamment les variations réelles ou prévues de nos produits, bénéfices ou autres résultats d'exploitation ;
- l'annonce de projets d'acquisition, de cession ou de financement ou des spéculations sur ces acquisitions, cessions ou financements ;
- des modifications de notre politique de distribution de dividendes, qui pourraient résulter de variations de la situation de notre cash flow et de notre capital ;
- des ventes de blocs de nos actions par des actionnaires importants ;
- des activités de couverture concernant nos actions ;
- une révision à la baisse de la notation de notre solidité financière, notamment le placement sur une liste de surveillance ou des rumeurs concernant de telles révisions à la baisse ;
- des procès en cours ou potentiels nous impliquant ou impliquant les secteurs de l'assurance ou de la gestion d'actifs en général ;
- des modifications des estimations et recommandations par des analystes financiers ;
- des fluctuations des taux de change et taux d'intérêt ;
- la performance d'autres sociétés du secteur des services financiers ;
- l'évolution de la réglementation sur les principaux marchés où nous exerçons notre activité ;
- des facteurs politiques, économiques et conjoncturels, internationaux ou locaux ; et
- des événements imprévus comme des catastrophes naturelles ou des attaques terroristes et autres situations découlant de ces événements, ainsi que les incertitudes s'y rapportant.

Le statut d'émetteur privé étranger (« *foreign private issuer* ») aux États-Unis dispense AXA de l'obligation de se conformer à certaines règles de la législation américaine sur les valeurs mobilières et lui permet de présenter à la SEC moins d'informations qu'une société américaine

Le statut d'émetteur privé étranger (« *foreign private issuer* ») d'AXA la dispense du respect de certaines règles prises en application de la Loi américaine sur les marchés financiers de 1934, telle que modifiée (la « Loi sur les marchés boursiers »), qui imposent certaines obligations de communication et exigences procédurales en cas de sollicitation de pouvoirs en vertu de la Section 14 de la Loi sur les marchés boursiers. En outre, les dirigeants et principaux actionnaires d'AXA sont dispensés d'appliquer les dispositions relatives à l'information et la récupération des « *short swing profits* » (bénéfices réalisés dans les six mois avant ou après une opération, notamment sur la cession de titres suivie de leur rachat dans les six mois) de la Section 16 de la Loi sur les marchés boursiers et les règles prises en application de la même loi concernant l'achat et la vente par ceux-ci d'actions et d'ADR AXA. En outre, AXA n'est pas tenue de déposer des rapports et états financiers périodiques auprès de la SEC aussi souvent ni dans les mêmes délais que les sociétés américaines dont les titres sont enregistrés en vertu de la Loi sur les marchés boursiers. Pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2007 (inclus) AXA ne sera plus tenue de rapprocher ses comptes IFRS des US GAAP, à condition qu'AXA continue à publier ses comptes IFRS conformément aux normes IFRS telles que publiées par l'IASB. Enfin, AXA n'est pas tenue au respect du Règlement FD, qui réglemente la communication sélective d'informations importantes. En conséquence, les informations sur AXA à la disposition du public peuvent être moins importantes que les informations concernant des sociétés cotées américaines.

Il est possible que des jugements de tribunaux américains ne puissent pas faire l'objet d'une exécution forcée à notre encontre

Il est possible que des jugements rendus par des tribunaux américains, notamment ceux qui mettent en œuvre la responsabilité civile prévue par les lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières, ne puissent pas faire l'objet d'une exécution en France. De ce fait, ceux de nos actionnaires qui obtiendraient un jugement contre nous aux États-Unis pourraient ne pas être en mesure de nous contraindre à verser la somme due au titre dudit jugement.

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

L'organisation du Risk Management

Les informations de cette section viennent en complément de la Note 4 aux états financiers consolidés, inclus dans la Partie V de ce Rapport Annuel et sont couvertes par l'opinion des Commissaires aux Comptes sur les états financiers consolidés.

Partie intégrante de l'ensemble de nos processus opérationnels, le Risk Management a un double objectif :

- Assurer une vue consolidée au niveau du Groupe des risques financiers, d'assurances et opérationnels; et gérer leur impact sur les indicateurs financiers clefs (Résultats, Valeur, Capital, Liquidité).
- Mettre en place un environnement favorable permettant aux entités opérationnelles de prendre des risques dans le cadre du programme « Appétit pour le risque » défini par le Groupe (à la fois pour encourager le business et contrôler les risques).

La fonction de Risk Management au sein du Groupe est coordonnée par une équipe centrale, laquelle est relayée par des équipes de Risk Management locales dans chaque entité opérationnelle du Groupe.

LA GOUVERNANCE DES RISQUES CHEZ AXA

Afin de suivre et contrôler efficacement nos risques au niveau local et Groupe, le processus de décision dans notre structure de gouvernance s'articule autour de 4 niveaux :

- Le Directoire définit des objectifs opérationnels et l'allocation du capital au regard du couple rendement-risque. Il définit l'appétit du Groupe au risque en termes d'impact sur les indicateurs financiers clefs.
- Les comités de risque au niveau du Groupe intègrent plusieurs comités, tels que l'Asset-Liability Management Supervisory Committee, le Risk & Compliance Committee, le Risk Insurance Supervisory Committee, et sont co-présidés par le Directeur Financier du Groupe et d'autres membres du Directoire ou CEO d'entités opérationnelles. Basés sur des rapports de risque préparés par le Group Risk Management avec d'autres équipes centrales, notamment AXA Cessions pour les risques d'assurance, ces comités contrôlent le profil de risque du groupe (Allocation d'actifs, politique d'assurance/ souscription, Accumulation de risques) et préconise des actions pour optimiser le profil de risque.
- Le Group Risk Management (GRM), placé sous l'autorité du Directeur Financier du Groupe, est responsable de la définition du cadre de risque, en terme de limites/ seuils (risques financiers, d'assurances et opérationnels), des standards, des exigences minimales de risques ou des processus et supervise l'adéquation des entités locales au cadre de risques, grâce à des équipes locales de risk management.
- Les équipes de risk management locales dans chaque entité opérationnelle sont elles-aussi placés sous l'autorité directe des directeurs financiers locaux. Ces équipes ont la responsabilité de contrôler et gérer activement leurs risques en accord avec les standards et limites définis par le Groupe, de valider des décisions d'investissement ou de souscription au travers de comité de risque locaux et de faire remonter les expositions de risques au Group Risk Management. Cette approche leur permet de réagir de manière rapide, précise et ciblée et de s'adapter aux variations des conditions des marchés financiers, aux cycles du secteur de l'assurance et plus généralement aux modifications de leur environnement politique et économique.

La gouvernance de risques est renforcée par l'audit Groupe, qui réalise régulièrement dans le cadre de ses fonctions, une évaluation des procédures de gouvernance et des risques du Groupe.

LES MISSIONS ET LA STRUCTURE DU RISK MANAGEMENT AU NIVEAU DU GROUPE

Les principales missions relevant de la responsabilité des départements de Group Risk Management sont les suivantes :

- Assurer une vue consolidée au niveau du Groupe des risques financiers, d'assurances et opérationnels; et contrôler leur impact sur les indicateurs financiers clefs (résultats, valeur, capital, liquidité).
- Mettre en œuvre la mesure du Capital Economique par des évaluations trimestrielles (par entité opérationnelle, agrégé au niveau du Groupe, et par ligne de produit) et mener la validation de notre modèle interne dans le cadre du chantier Solvabilité II.
- Participer à l'optimisation de l'allocation stratégique des actifs du Groupe: (i) contrôler le risque de concentration sur les actifs, (ii) effectuer des études et reporting consolidés des expositions et de la performance, (iii) définir les standards en matière de gestion actif-passif (cf. la partie « Risques de marché »).

- Mener, au niveau local, des revues régulières des provisions techniques établies par les entités opérationnelles et effectuer régulièrement, au niveau Groupe, des revues afin de s'assurer de la validité et de la cohérence des modèles utilisés au sein du Groupe dans le respect des principes actuariels et des règles comptables en vigueur.
- Définir et présenter au Directoire, avec AXA Cessions, les principales caractéristiques du programme de couverture de réassurance du Groupe.
- Définir et coordonner la revue de la tarification et de la rentabilité ajustée du risque pour les nouveaux produits, préalablement à leur lancement, qui est effectuée de façon décentralisée sur les segments Vie, Epargne, Retraite et Dommages. Cette revue est centralisée et soumise au Directoire pour les produits d'Epargne en unités de compte incluant des garanties.
- Développer et déployer les modèles et indicateurs pour mesurer les risques et la rentabilité des lignes opérationnelles (cf. la partie « Risques d'assurance »).
- Animer la famille Risk Management et développer la culture de risque à travers le Groupe.
- Représenter le Groupe au CRO Forum.

La structure Risk Management au niveau du Groupe est renforcée par AXA Cessions, qui conseille et assiste les compagnies Dommages et Vie, Epargne, Retraite du Groupe dans leur stratégie de réassurance et centralise les achats de couverture en réassurance du Groupe. Notre politique de réassurance et le rôle d'AXA Cessions est plus détaillé dans la partie « Risques d'assurance ».

LES ÉQUIPES LOCALES DE RISK MANAGEMENT

Les équipes locales de Risk Management sont en charge de l'application des standards AXA en matière de gestion des risques d'une part, et de la mise en œuvre des exigences minimales définies par le GRM d'autre part.

Les départements de Risk Management des entités opérationnelles sont dirigés par les « Chief Risk Officers » locaux placés sous l'autorité directe des directeurs financiers locaux. Les rôles et responsabilités des départements de Risk Management locaux sont formellement approuvés par les comités exécutifs des entités du Groupe et sont alignés sur les priorités du Risk Management :

- Leadership sur les travaux de détermination du Capital Economique des entités locales et propriété des outils nécessaires. Ces travaux sont réalisés au sein de la fonction Risk Management, grâce à un ensemble d'outils homogènes dont notamment des outils de modélisation stochastique, afin d'appréhender les risques auxquels le Groupe AXA est exposé.
- Contrôle de la mise en place des politiques de gestion actif/passif et en particulier suivi de l'allocation stratégique des actifs des entités locales.
- Mise en œuvre des procédures d'approbation préalable des produits et en particulier revue des analyses de rentabilité ajustées du risque.
- Revue des réserves techniques locales et optimisation de la stratégie de réassurance des entités.
- Identification, quantification et suivi des principaux risques opérationnels (cf. section « Principes généraux »).
- Mise en œuvre des reportings de risque définis par le GRM.

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

Risques de marché

Les informations de cette section viennent en complément de la Note 4 aux états financiers consolidés, inclus dans la Partie V de ce Rapport Annuel, et sont couvertes par l'opinion des Commissaires aux Comptes sur les états financiers consolidés.

AXA est exposé aux risques des marchés financiers au travers de ses activités de protection financière ainsi qu'au travers du financement de ses activités dans le cadre de la gestion des fonds propres et de la dette. Ces 2 problématiques distinctes peuvent être synthétisées comme suit :

RISQUE DE MARCHÉ ET GESTION ACTIF-PASSIF DES PORTEFEUILLES D'ASSURANCE

Les entités locales ont la responsabilité de gérer leurs risques financiers (risques de marché, ALM, liquidité), à l'intérieur du cadre de risque défini au niveau du Groupe en terme de limites et standards. Celles-ci ont en effet une connaissance précise de leurs produits, de leurs clients et de leur profil de risque. Cette approche leur permet de réagir de manière rapide, précise et ciblée et de s'adapter aux variations des conditions des marchés financiers et plus généralement aux modifications de leur environnement politique et économique.

De nombreuses techniques de gestion des risques sont utilisées pour contrôler et optimiser le niveau de risque de marché auquel les entités opérationnelles du Groupe AXA et le Groupe lui-même sont exposés :

- Gestion actif – passif et, particulièrement, définition d'allocations stratégiques d'actifs optimales.
- Couverture des risques financiers lorsqu'ils dépassent le niveau de tolérance que le Groupe s'est fixé. Tous les produits nécessitant la mise en place de programmes de couverture avec recours aux instruments dérivés sont développés avec l'assistance des équipes spécialisées des gestionnaires d'actifs du Groupe (AXA Investment Managers et AllianceBernstein).
- La réassurance peut aussi être un outil intéressant de réduction des risques financiers ; elle est ainsi utilisée dans certains produits de type « GMIB » (Guaranteed Minimum Income Benefit, une garantie dans le cadre des sorties en rente sur les produits d'épargne en unités de compte).
- Des analyses d'exposition sont effectuées afin de piloter certains risques spécifiquement identifiés.

L'exposition d'AXA aux risques de marché est minorée par la diversité de ses activités et de ses implantations géographiques, permettant ainsi d'obtenir une bonne diversification des risques et d'éventuels effets de couverture naturels entre différents produits et pays. En outre, en Vie, Epargne, Retraite, AXA réalise une part importante de ses activités sur des produits en unités de compte pour lesquels la majorité des risques financiers est supportée directement par les assurés (la valeur pour l'actionnaire reste, néanmoins, sensible à l'évolution et la volatilité des marchés financiers).

Gestion Actif – Passif et risques de marché : éléments chiffrés généraux

Les problématiques de risques des activités Vie, Epargne, Retraite et celles de l'assurance Dommages doivent être distinguées :

Description des provisions d'assurance Vie, Epargne, Retraite

Les risques de marché auxquels sont soumises les compagnies Vie, Epargne, Retraite, ont plusieurs origines, parmi lesquelles :

- La baisse des rendements d'actifs (en particulier due à une baisse durable des taux obligataires ou des marchés actions) peut réduire la marge financière si le rendement des nouveaux actifs investis n'est pas suffisant pour faire face aux taux garantis dans les contrats d'assurance vie.
- La hausse des taux obligataires (provenant d'une hausse des taux d'intérêts ou des spreads) réduit la valeur des portefeuilles obligataires et peut avoir une incidence défavorable sur la marge de solvabilité et sur le volume de rachat de certains contrats, si la pression compétitive conduit à augmenter les participations bénéficiaires sur les nouveaux contrats.
- La baisse des marchés actions, immobilier et des investissements alternatifs pourrait réduire la marge de solvabilité ainsi que les surplus disponibles.
- Le risque de change est très limité dans les sociétés Vie, Epargne, Retraite du Groupe, les engagements en devises étant très largement adossés à des actifs de même devise.
- La hausse de la volatilité réalisée peut accroître le coût de couvertures des garanties vendues aux assurés dans certains produits d'épargne en unités de compte.

La politique de gestion mise en œuvre pour couvrir ces risques est adaptée à chaque type de produits et aux risques qui leur sont attachés.

La répartition des provisions mathématiques en fonction de la nature des produits et donc des engagements du Groupe AXA vis-à-vis de ses clients, est la suivante :

- 23 % à fin 2008 (30 % à fin 2007 et 30 % à fin 2006) des provisions techniques Vie, Epargne, Retraite du Groupe couvrent des produits en unités de compte sans risque significatif pour le Groupe. Sont inclus dans cette catégorie, les produits accordant une garantie sur le capital investi en cas de décès. Sur ces produits, les performances des marchés financiers sont pour l'essentiel répercutées aux assurés. Au global, elles ne présentent donc qu'un risque de marché limité pour le Groupe au travers de la réduction de la valeur pour l'actionnaire.
- 7 % à fin 2008 (8 % à fin 2007 et 7 % à fin 2006) des provisions techniques Vie, Epargne, Retraite du Groupe couvrent des produits en unités de compte avec garanties financières associées accordées par la compagnie d'assurance. Les stratégies de réduction des risques les plus appropriées sont mises en place :
 - Des produits dérivés sont utilisés dans le cadre de la gestion dynamique des risques liés aux garanties plancher sur les produits d'épargne en unités de compte afin de couvrir les risques de marché associés à ces garanties accordées en cas de décès (Guaranteed Minimum Death Benefit ou GMDB), en cas de sortie en rente (Guaranteed Minimum Income Benefit ou GMIB), en cas d'accumulation (guaranteed minimum accumulation benefit ou GMAB) et dans le cadre de rachat (Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit ou GMWB). Ces produits dérivés sont utilisés pour réduire, entre autres, l'impact économique sur les garanties GMDB, GMIB, GMAB et GMWB de mouvements défavorables des marchés actions, obligataires et de change. Deux plateformes de couvertures, basées chez AXA Equitable pour les activités américaines et AXA Bank Europe pour les activités européennes et asiatiques, sont dédiées à la gestion des risques de marché de ces produits.
 - Le comportement des assurés sur ces produits spécifiques, notamment les taux de rachat, la mortalité/ longévité et les taux de sorties en rente, sont suivis de manière régulière et le risque de déviation de ces critères avec les hypothèses sous-jacentes est limité en adaptant les programmes de couverture dynamique déjà en place.
- 18 % à fin 2008 (17 % à fin 2007 et 18 % à fin 2006) des provisions techniques Vie, Epargne, Retraite du Groupe couvrent des produits sans garantie de rachat.
 - Les encours de produits « with-profits » sont gérés par AXA UK avec un surplus significatif d'actifs « libres » permettant de lisser les performances sur la durée du contrat tout en répercutant les performances des marchés sur les revenus financiers distribués aux assurés.
 - Les contrats de rente en cours de paiement sont généralement adossés à des obligations dont les échéances correspondent à celles des paiements aux assurés, évitant ainsi les risques de réinvestissement ou de liquidité.
 - Au Royaume-Uni, les options de sorties en rente assorties de taux garantis sont suivies dans le cadre d'études spécifiques et sont partiellement couvertes par des options de taux.
- 16 % à fin 2008 (14 % à fin 2007 et 12 % à fin 2006) des provisions techniques Vie, Epargne, Retraite du Groupe concernent des produits offrant des taux garantis mis à jour chaque année et pour un an. Les risques en cas de baisse des taux durable dans les marchés financiers sont donc limités sur ce type de produits, qui concernent principalement certains contrats en France ainsi que les contrats collectifs au Japon. Des programmes de produits dérivés sont souvent mis en place pour protéger les obligations à long terme du risque de remontée des taux d'intérêt.
- 36 % à fin 2008 (32 % à fin 2007 et 33 % à fin 2006) des provisions techniques Vie, Epargne, Retraite du Groupe couvrent le reste des produits. Ces provisions assurent à la fois une garantie de rachat et dans certains cas un taux garanti sur le long terme. Les risques associés sont gérés de la manière suivante :
 - Les produits non sensibles aux rachats sont généralement adossés à des obligations dont les échéances et les taux permettent de servir les garanties données afin de réduire autant que possible le risque de réinvestissement.
 - Les autres produits sont gérés avec les surplus nécessaires pour assurer les garanties.
 - Des programmes de couverture utilisant des instruments dérivés sont éventuellement mis en place, afin d'assurer une protection en cas de risque de baisse (floor) ou de hausse (cap) des taux d'intérêt.

Description des réserves d'assurance Dommages (y compris Assurance Internationale)

Les provisions techniques Dommages et Assurance Internationale se ventilent de la manière suivante :

(en millions d'euros)	Passifs techniques		
	31 décembre 2008	31 décembre 2007	31 décembre 2006 retraité ^(a)
Particuliers – Automobile	15.349	15.446	14.835
Particuliers – Dommages aux biens	3.240	3.219	3.059
Particuliers – Santé	896	1.442	1.488
Particuliers – Autres	4.575	4.075	4.274
Sous-total Particuliers	24.060	24.182	23.656
Entreprises – Automobile	2.885	2.698	2.679
Entreprises – Dommages aux biens	3.012	3.075	2.748
Entreprises – Responsabilité civile	6.717	6.950	7.244
Entreprises – Santé	3.054	2.799	2.757
Entreprises – Autres	6.896	6.494	6.254
Sous-total Entreprises	22.565	22.016	21.682
Autres	731	873	872
TOTAL – ASSURANCE DOMMAGE HORS ASSURANCE INTERNATIONALE	47.356	47.072	46.210
Assurance Internationale – Dommages aux biens	1.604	1.943	2.288
Assurance Internationale – Automobile, Maritime, Aviation	2.980	3.144	3.294
Assurance Internationale – Responsabilité civile	3.649	3.846	3.935
Assurance Internationale – Autres	2.751	2.013	2.786
TOTAL – ASSURANCE INTERNATIONALE	10.985	10.946	12.304
TOTAL – ASSURANCE DOMMAGE Y COMPRIS ASSURANCE INTERNATIONALE	58.340	58.018	58.514

(a) En application d'IFRS 3, dans le cadre du délai de 12 mois, le Groupe a révisé certains éléments de l'affectation du prix d'acquisition de Winterthur.

Pour l'activité d'assurance dommages, le risque financier est entièrement porté par l'actionnaire. Les branches à déroulement long, comme certaines lignes en Dommages Corporels, sont économiquement plus sensibles à l'évolution des marchés financiers. Les principaux facteurs de risques de marché sont les suivants :

- La hausse des taux obligataires (provenant d'une hausse des taux d'intérêts ou des spreads) réduit la valeur des portefeuilles obligataires et est susceptible d'entraîner un risque de liquidité dudit portefeuille ou une perte réelle de valeur si cette hausse des taux est liée à une dérive inflationniste.
- La baisse des taux obligataires revalorise la valeur des portefeuilles obligataires et ne présente donc pas de risques sauf pour certains contrats (Rentés d'invalidité ou Accidents du travail) sous contrainte de taux garantis. En revanche, une situation prolongée de taux bas ne serait pas sans impact sur la tarification de ces produits.
- Le risque de change est relativement limité, les engagements en devises étant largement adossés à des actifs de même devise.
- L'inflation peut augmenter les indemnités à verser aux assurés, conduisant, si elle n'a pas été suffisamment prise en compte, à des paiements supérieurs aux provisions constatées. Ce risque est plus particulièrement significatif sur les branches à déroulement long mais est pris pro-activement en compte par des ajustements tarifaires fréquents ou des protections spécifiques contre des pics d'inflation.
- La baisse des marchés actions, immobilier et des investissements alternatifs pourrait réduire la marge de solvabilité ainsi que les surplus disponibles.

Les investissements des compagnies d'assurance dommages sont donc gérés de manière à optimiser le rendement d'actif sous la double contrainte des risques décrits ci-dessus d'une part et des exigences en matière de marge de solvabilité réglementaire et de couverture des engagements d'autre part. Une partie importante des actifs est investie en obligations liquides permettant de faire face aux contraintes imposées par la survenance d'un sinistre exceptionnel. Ces éléments pris en compte, il reste une capacité pour des investissements diversifiés (immobilier ou actions) assurant une protection naturelle contre l'inflation et une optimisation des rendements tout en limitant le risque de volatilité.

Processus et gouvernance en place pour la gestion Actif-Passif

La gestion des risques financiers dans le Groupe AXA s'inscrit dans le cadre d'une organisation rigoureuse des processus d'investissement et de reporting et grâce à des structures de gouvernance appropriées.

Comme énoncé au paragraphe précédent, les sociétés d'assurance sont en charge du suivi des risques en s'appuyant sur des analyses de structure des passifs et d'adéquation Actifs — Passifs. Elles définissent la politique d'allocation stratégique d'actifs qui sera ensuite mise en œuvre par les sociétés de gestion d'actifs mandatées pour ce faire dans le cadre des contrats de gestion financière ainsi définis. Elles assurent également le suivi et le contrôle des politiques d'investissements conduites pour leur compte par ces gestionnaires.

Au niveau du Groupe, un Comité de pilotage « actif – passif » dirigé par le Directeur Financier du Groupe décide des orientations générales de la politique Actif – Passif, s'assure que notre exposition reste dans les limites de risques définies par le Groupe et contrôle les résultats ; il en est rendu compte au Directoire et au Comité Financier du Conseil de Surveillance d'AXA.

Pilotage de la gestion Actif – Passif

La définition et le pilotage de la gestion actif - passif s'articulent autour de 6 étapes majeures :

- Analyse détaillée de la structure des passifs par les compagnies d'assurance.
- Définition et proposition d'une allocation stratégique d'actifs intégrant les perspectives de long terme ainsi que les contraintes de court terme (cf. ci-dessous).
- Validation de ces allocations stratégiques par le Risk Management et par le Comité d'Investissement de l'entité.
- Mise en œuvre par les compagnies d'assurance de ces allocations stratégiques au travers de la définition de contrats de gestion avec les entités de gestion d'actif.
- Dans le cadre des contrats de gestion : allocation tactique et sélection des valeurs en portefeuilles réalisées par les sociétés de gestion d'actifs.
- Analyse de la performance et reporting.

PERSPECTIVE LONG TERME : MODÉLISATION ET PROJECTION DES FLUX DE TRÉSORERIE FUTURS

L'analyse à long terme vise à modéliser les engagements résultant des contrats d'assurance et à définir l'allocation d'actifs de manière à pouvoir respecter ces engagements avec un très haut degré de confiance tout en maximisant le rendement attendu.

Ces travaux, mis en œuvre par les départements Risk Management (équipes locales et centrales) prennent la forme d'analyses annuelles détaillées utilisant des méthodes homogènes sur la base de scénarios déterministes d'une part et de projections stochastiques d'autre part. L'objectif de ces études est de maximiser l'augmentation de valeur économique sous contrainte de risque et de coût du capital. Menées par toutes les entités significatives du Groupe, elles indiquent pour les principales lignes de produit :

- Le montant des actifs nécessaires pour faire face aux engagements dans un pourcentage de cas défini en fonction de l'aversion au risque retenue.
- La valeur mesurée par l'actualisation des marges qui seront dégagées dans le futur par les portefeuilles d'assurance.

Ces éléments sont agrégés au niveau des sociétés d'assurance, ce qui permet notamment de contrôler et d'ajuster le cas échéant.

PERSPECTIVE COURT/MOYEN TERME

Ces analyses visent à valider la capacité à respecter les exigences de capital à court et moyen terme. Ces exigences sont intégrées en tant que contraintes dans les études actif-passif.

Ces travaux se fondent essentiellement sur le suivi et l'analyse des exigences réglementaires et de solvabilité locales et consolidées. Ils sont destinés, d'une part, à s'assurer qu'à tout moment le Groupe AXA fait face à ses engagements réglementaires et, d'autre part, à assurer une allocation optimisée du capital dans le Groupe.

Par ailleurs, les entités opérationnelles d'AXA sont soumises à des réglementations locales qui prévoient certaines règles concernant notamment :

- la catégorie, la qualité et la dispersion (émetteurs, localisations géographiques et types) des investissements,
- la proportion minimum d'actifs investis dans la devise locale compte tenu des engagements techniques libellés dans cette même devise (règle dite de congruence),
- dans le cadre d'un processus récurrent d'allocation du capital, les filiales réalisent, au moins deux fois par an, des simulations sur les différentes contraintes réglementaires qu'elles doivent respecter, en utilisant des scénarios extrêmes sur les actifs (tant sur la valeur de marché des actions que sur l'évolution des taux d'intérêt), ces simulations sont consolidées par la Direction Centrale des Finances du Groupe (DCFG), ce qui lui permet de mesurer le degré de flexibilité financière dont dispose chacune des filiales. Les résultats sont régulièrement présentés au Comité Financier du Conseil de Surveillance,
- enfin, les contraintes de gestion actif – passif sont prises en compte dès la conception des nouveaux produits dans le cadre des procédures d'approbation préalable des produits (cf. section « Approbation préalable des produits »).

REPORTING : REPORTING MENSUEL D'ACTIF

Les entités opérationnelles produisent trimestriellement une situation de leur allocation d'actifs afin de s'assurer que les allocations stratégiques définies sont effectivement mises en œuvre. Elles permettent de suivre régulièrement un certain nombre d'indicateurs clés en matière de gestion actif – passif tels que la duration ou la convexité des portefeuilles obligataires.

Ces travaux, réalisés par les entités locales, sont ensuite agrégés par le GRM afin d'obtenir une vision « Groupe » et de prendre si nécessaire les initiatives qui s'imposent.

Gestion des investissements sous la responsabilité des gestionnaires d'actifs du Groupe (AXA Investment Managers et AllianceBernstein)

Des sociétés de gestion d'actifs spécialisées, essentiellement des filiales du Groupe AXA (AXA Investment Managers (AXA IM) et AllianceBernstein), ont en charge la gestion quotidienne des investissements. Ces sociétés sont organisées pour gérer les investissements sans dépasser le niveau de risque imposé par leurs sociétés d'assurance mandantes dans le cadre des contrats de gestion. Ce mode d'organisation permet de mutualiser les compétences que requièrent ces activités et d'en faire bénéficier l'ensemble des compagnies d'assurance du Groupe.

Pour l'ensemble des produits pour lesquels des couvertures sont mises en place au travers de programmes d'instruments dérivés, ceux-ci sont mis en œuvre par l'intermédiaire des équipes spécialisées d'AXA Bank Europe, AXA IM et AllianceBernstein. Cette organisation permet de bénéficier des meilleures compétences et de profiter d'une organisation assurant une grande sécurité juridique et opérationnelle à ces opérations parfois complexes.

PRINCIPAUX RISQUES FINANCIERS

Les principaux risques financiers auxquels est exposé le Groupe AXA sont :

- Risque de taux d'intérêt et risques actions liés aux activités opérationnelles des filiales du Groupe.
- Risque de crédit. Se référer à la partie suivante « Risques de crédit » incluse dans la partie IV – Section 4.2 – « Annexes quantitatives et qualitatives liées aux risques de marché et aux facteurs de risque ».
- Risque de change lié aux activités opérationnelles des filiales du Groupe.
- Risques liés à la gestion de l'exposition de change et de la dette des holdings.
- Risque de liquidité. Se référer au paragraphe « Ressources et gestion de liquidité » de la partie II – Section 2.4 – « Trésorerie et financement du Groupe ».

RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT ET RISQUE ACTIONS LIÉS AUX ACTIVITÉS OPÉRATIONNELLES DES FILIALES DU GROUPE

AXA met en œuvre des analyses de sensibilité afin d'estimer son exposition aux fluctuations des taux d'intérêt et des cours de bourse. De telles analyses de sensibilité permettent d'évaluer les impacts potentiels sur le Groupe d'éventuelles évolutions favorables et défavorables des marchés financiers.

Concernant les analyses de sensibilité aux mouvements des taux d'intérêt et aux évolutions des marchés actions, le Groupe AXA met en œuvre deux grands types d'analyse :

- des analyses des sensibilités de l'« European Embedded Value » (EEV) pour les activités Vie, telles que présentées ci-dessous,
- des analyses des sensibilités des capitaux propres IFRS pour les autres activités.

Le périmètre couvert par ces analyses reprend, outre AXA SA qui porte l'essentiel de la dette, les filiales les plus significatives du Groupe en France, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Belgique, en Suisse, en Allemagne, dans la Région Méditerranéenne et Amérique Latine (Espagne, Portugal, Italie, Mexique, Maroc, Turquie, Région du Golfe et Grèce), en Australie, à Hong Kong et au Japon. Au 31 décembre 2008, ces filiales représentent 98 % des actifs investis d'AXA au sein de ses activités d'assurance.

EV Groupe

	2008				2007 retraité			2007 publié	
	Vie, Epargne, Retraite	Autres activités	Total	Vie, Epargne, Retraite	Autres activités	Total	Vie, Epargne, Retraite	Autres activités	Total
(En millions d'euros)									
Capitaux propres IFRS au 31 décembre	33.513	3.927	37.440	33.488	12.153	45.642	33.488	12.153	45.642
Plus ou moins-values latentes nettes non incluses dans les capitaux propres	1.846		1.846	683	–	683	683	1.394	2.077
Exclusion des dettes perpétuelles TSS/TSDI des capitaux propres IFRS	–	–	–	–	–	–	–	(7.781)	(7.781)
Ajustement pour mise en valeur de marché de la dette	–	–	–	–	–	–	–	(77)	(77)
Élimination des actifs corporels	(19.643)		(19.643)	(17.833)		(17.833)	(17.833)	(9.339)	(27.172)
Plus ou moins-values latentes projetées dans la VIF & autres ajustements comptes statutaires/conso IFRS	(965)	–	(965)	(599)	–	(599)	(599)	–	(599)
Actif Net Réévalué Ajusté (ANRA) Vie, Epargne, Retraite et capitaux propres IFRS des autres activités	14.750	3.927	18.677	15.738	12.153	27.892	15.738	(3.650)	12.088
Valeur des contrats en portefeuille (VIF) Vie, Epargne, Retraite	12.459	–	12.459	22.752	–	22.752	22.752	–	22.752
L'EV Groupe = EEV Vie, Epargne, Retraite et capitaux propres IFRS des autres activités au 31 décembre	27.209	3.927	31.136	38.490	12.153	50.643	38.490	(3.650)	34.840

L' « Embedded Value » (EV) est une méthodologie souvent utilisée pour la valorisation de portefeuilles de contrats d'assurance dont les échéances sont à long terme. Elle mesure la valeur actuelle des montants disponibles pour l'actionnaire immédiatement et dans le futur ; elle est, par conséquent, présentée nette d'impôts et d'intérêts minoritaires. L' « European Embedded Value » (EEV) affine cette méthode selon les principes définis par le CFO Forum des sociétés d'assurance européennes et adoptés par AXA en 2005. AXA ne publie l'EEV que pour le segment Vie, Epargne, Retraite.

En ajoutant à l'EEV Vie, Epargne, Retraite les capitaux propres IFRS des autres activités, AXA calcule une « Embedded Value » Groupe (EV Groupe) conçue de manière à s'aligner avec le standard EV Groupe proposé dans les principes Market Consistent Embedded Value (MCEV Principles®), publiés par le CFO Forum en juin 2008. Les années précédentes, AXA avait publié une EV Groupe utilisant une définition différente pour la contribution des activités autres que Vie, Epargne, Retraite (les différences venant principalement du traitement des dettes perpétuelles subordonnées et des actifs incorporels pour les activités autres que Vie, Epargne, Retraite). Une comparaison des deux méthodologies pour l'EV Groupe 2007 est fournie ci-dessus.

L'EV Groupe n'est pas une estimation de la « juste valeur » du Groupe AXA, indépendamment de la question de la définition de la « juste valeur ». Elle n'inclut pas la valeur des contrats qui seront commercialisés dans le futur et elle ne comprend pas de valeurs des contrats en portefeuille pour les activités autres que Vie, Epargne, Retraite (Dommages, Assurance Internationale, Gestion d'Actifs, Banques et Holdings et autres). Cependant, l'EEV Vie, Epargne, Retraite constitue un outil de gestion clé, permettant de mesurer la valeur corrigée du risque des activités et de suivre leur évolution avec le temps, tandis que l'EV Groupe fournit un lien crucial avec les processus ayant un impact sur la valeur totale du Groupe mais qui ne peuvent être observés au sein du segment Vie, Epargne, Retraite, comme les stratégies de couverture mises en œuvre au niveau du Groupe, mais aussi l'impact de l'effet de levier sur le Groupe.

Le tableau ci-dessus illustre la réconciliation des capitaux propres IFRS du Groupe à l'EV Groupe.

L'Actif Net Réévalué Ajusté (ANRA) Vie, Epargne, Retraite est calculé à partir des comptes statutaires mais peut être réconcilié aux capitaux propres IFRS grâce aux ajustements suivants :

- addition des plus et moins-values latentes non incluses dans les capitaux propres,
- élimination des actifs incorporels,
- élimination des plus et moins-values latentes projetées dans la valeur des contrats en portefeuille (VIF),
- ajustement pour prendre en compte les différences comptables entre les principes régissant l'établissement des comptes consolidés d'AXA d'une part, et des comptes statutaires d'autre part.

En ajoutant la VIF Vie, Epargne, Retraite à l'ANRA Vie, Epargne, Retraite, on obtient l'EEV Vie, Epargne, Retraite.

L'EV Groupe est égale à la somme de l'EEV Vie, Epargne, Retraite et des capitaux propres IFRS des autres activités.

Le calcul de la VIF Vie, Epargne, Retraite repose par nature sur de nombreuses hypothèses portant sur les exercices futurs. Pour l'EEV Vie, Epargne, Retraite, AXA a adopté une approche « market-consistent » concernant la détermination des hypothèses relatives au rendement des actifs. Chaque flux de trésorerie est actualisé à un taux approprié, de sorte qu'à partir d'un euro du portefeuille d'obligations ou d'actions, après projection et actualisation des flux de trésorerie attendus, on obtienne simplement une valeur égale à un euro. En résumé, cela revient à supposer que tous les actifs généreront à l'avenir un taux de rendement égal au taux sans risque (appelé « taux de référence » dans la méthodologie de l'Embedded Value), tel que défini par le marché actuel. Cependant, les flux de trésorerie ne sont pas projetés selon un scénario unique mais selon un ensemble stochastique de scénarios, créé afin de garantir la condition « market-consistent » selon laquelle un euro de tout actif projeté sur l'avenir donne une valeur présente d'un euro. Les résultats futurs revenant aux actionnaires sont évalués pour l'ensemble de ces scénarios stochastiques, leur valeur actuelle correspondant à la VIF Vie, Epargne, Retraite. Les principales hypothèses sont les suivantes :

- Les hypothèses actuarielles reflètent la meilleure estimation possible à partir de l'expérience récente.
- Aucun gain futur de productivité n'est projeté dans les frais généraux alors qu'un taux moyen d'inflation future de 2,0 % a été appliqué en 2008 (2,2 % en 2007).
- Les frais généraux sont corrigés des dépenses non récurrentes, notamment celles à caractère stratégique.
- Le bénéfice lié à l'augmentation de l'espérance de vie est pris en compte dans le taux de mortalité projeté pour les contrats en cas de décès, alors que la table de mortalité utilisée pour les contrats en rente viagère est ajustée pour tenir compte de cette longévité future plus élevée sur tous les marchés.
- Les risques non financiers sont pris en compte pour chacune des entités à travers le coût de détention du capital nécessaire pour obtenir une note AA.
- Un taux d'imposition moyen de 31,7 % a été retenu pour 2008 (32,4 % pour 2007).
- En 2008, le taux de référence est la somme du taux swap et d'une prime (100 pdb pour les États-Unis et 50 pdb pour les autres marchés hors Japon). Cette prime reflète la capacité qu'ont les assureurs possédant des passifs de longue durée, dans le marché actuel, à générer un rendement sans risque plus élevé que le taux swap. Cette capacité résulte des investissements en obligations du secteur privé détenues par les assureurs, combinés à la possibilité d'acheter des swaps de défaut de crédit (CDS). Les années précédentes, toute prime de ce genre était immatérielle.

Comme décrit ci-dessus, l'évaluation de la VIF Vie, Epargne, Retraite conformément à la méthode « market-consistent » d'AXA ne dépend pas du rendement futur supposé des actifs, mais plutôt du taux de référence décrit ci-dessus. L'évaluation de la VIF Vie, Epargne, Retraite dépend également des projections stochastiques de plusieurs scénarios, plutôt que d'un scénario unique.

Les sensibilités de l'EV Groupe à des changements majeurs d'hypothèses économiques sont présentées ci-dessous pour les valeurs 2008 et 2007 :

Hausse de 100 pdb des taux d'intérêt de référence : hypothèse de choc sur les conditions initiales, se traduisant par des changements pour : 1) la valeur de marché actuelle des produits de taux, entraînant d'éventuels changements pour les montants projetés au titre des plus- ou moins-values latentes et/ou prélèvements sur encours, 2) les taux de réinvestissement futurs pour toutes les catégories d'actifs et 3) les taux d'actualisation du risque. Les taux d'inflation restent inchangés. Les comportements des assurés et du management suivent le modèle comportemental standard. Comme indiqué dans les définitions, ces calculs tiennent compte des changements de taux d'actualisation en Vie, Epargne, Retraite et des réserves escomptées pour les autres activités, ainsi que des changements de valeur des produits de taux ; cependant, aucune hypothèse de changement de valeur n'est retenue concernant des catégories d'actifs telles que les actions ou l'immobilier pour accompagner les fluctuations du taux d'intérêt de référence (même si en Vie, Epargne, Retraite, les rendements futurs sont impactés dans la mesure où ces rendements sont égaux, en moyenne, au taux sans risque tous scénarios confondus, selon l'approche « market-consistent »). En fait, les changements de valeur des autres classes d'actifs conduiraient probablement à des résultats différents de ceux indiqués ici. Il se peut aussi qu'une évolution progressive des taux engendre des résultats différents de ceux provoqués par un choc initial.

Baisse de 100 pdb des taux d'intérêt de référence : la définition est la même que ci-dessus, le choc s'exerçant cette fois à la baisse. Si la baisse de 100 points de base se traduit par des taux négatifs, ceux-ci sont ramenés à zéro.

Niveau initial du marché actions supérieur de 10 % : hypothèse de choc sur les conditions initiales des marchés action. Elle se traduit par des changements de la valeur de marché actuelle des actions, entraînant d'éventuels changements des montants projetés au titre des plus ou moins-values latentes et/ou prélèvements sur encours. Les comportements des assurés et du management sont corrigés en fonction de ces conditions. Comme indiqué dans les définitions, ces calculs reflètent un choc sur les conditions initiales des actions ; cependant, aucune hypothèse de changement de valeur n'est retenue concernant des catégories d'actifs telles que les produits de taux ou l'immobilier pour accompagner les fluctuations des marchés des actions. En fait, les changements de valeur des autres classes d'actifs conduiraient probablement à des résultats différents de ceux indiqués ici. Il se peut aussi qu'une évolution progressive des actions engendre des résultats différents de ceux provoqués par un choc initial.

Niveau initial du marché actions inférieur de 10 % : même chose que ci-dessus, mais dans le sens contraire.

	2008						2007 (*)					
	Vie, Epargne, Retraite		Autres Activités		Groupe		Vie, Epargne, Retraite		Autres Activités		Groupe	
	Millions d'euros	% EV Groupe	Millions d'euros	% EV Groupe	Millions d'euros	% EV Groupe	Millions d'euros	% EV Groupe	Millions d'euros	% EV Groupe	Millions d'euros	% EV Groupe
Hausse parallèle de 100 pb des taux sans risque	1.293	4 %	(1.814)	- 6 %	(521)	- 2 %	318	1 %	(1.576)	- 3 %	(1.258)	- 2 %
Baisse parallèle de 100 pb des taux sans risque	(2.639)	- 8 %	1.948	6 %	(692)	- 2 %	(1.416)	- 3 %	1.762	3 %	346	1 %
Niveau initial du marché des actions supérieur de 10 %	1.085	3 %	264	1 %	1.348	4 %	1.594	3 %	997	2 %	2.591	5 %
Niveau initial du marché des actions inférieur de 10 %	(1.047)	- 3 %	(317)	- 1 %	(1.364)	- 4 %	(1.639)	- 3 %	(997)	- 2 %	(2.636)	- 5 %

(*) Les sensibilités 2007 pour les activités autres que vie sont différentes de celles publiées l'année dernière, afin de refléter le changement de méthodologie pour l'EV Groupe.

Toutes les sensibilités s'entendent nettes d'impôts et intérêts minoritaires et, le cas échéant, nettes de la participation des assurés.

Les sensibilités 2008 à la variation des taux d'intérêt (% de l'EV Groupe), des activités Vie, Epargne, Retraite, soit 4 % en cas de hausse de 100 pnb et - 8 % en cas de baisse de 100 pnb (2007 : 1 % et - 3 %), sont calculées sur un niveau des marchés significativement plus faible qu'en 2007. Par conséquent, toute comparaison directe entre les sensibilités 2007 et 2008 a peu de sens.

Sur la plupart des marchés, il existe une dissymétrie essentiellement due aux taux d'intérêt garantis dont la valeur augmente lorsque les taux diminuent, alors que les taux de réinvestissement devraient être partagés avec les assurés, limitant les gains pour l'actionnaire dans un environnement de hausse des taux. Cependant certaines entités (par exemple, le Royaume-Uni, la Région Méditerranéenne et Amérique Latine) ne suivent pas ce schéma classique, étant donné que dans ces pays AXA a beaucoup moins de produits avec des taux d'intérêts garantis et que son EEV se comporte plus comme un portefeuille obligataire.

En outre, la hausse des taux d'intérêt affecte la valeur positivement via l'augmentation du taux d'investissement et négativement via la diminution de la valeur initiale des actifs obligataires et la hausse des taux d'actualisation pour les bénéfices futurs. Ces interactions donnent des résultats différents selon les types de produits.

Les sensibilités 2008 à la variation des taux d'intérêt (% de l'EV Groupe) des autres activités, soit - 6 % en cas de hausse de 100 pnb et 6 % en cas de baisse de 100 pnb (2007 : - 3 % et 3 %), reflète principalement l'impact net d'impôts sur les actifs obligataires, partiellement compensé par l'impact sur les instruments dérivés. La majeure partie des provisions des activités autre que Vie, Epargne, Retraite n'est pas sensible aux variations de taux d'intérêt.

Les sensibilités 2008 aux fluctuations des marchés actions (% de l'EV Groupe) des activités Vie, Epargne, Retraite, soit 3 % en cas de hausse de 10 % ou - 3 % en cas de baisse de 10 % (2007 : 3 % et - 3 %) sont plus symétriques, sans effets aggravants liés aux variations des taux d'actualisation ; ces dissymétries limitées reflètent l'impact des garanties et des règles sur le partage des bénéfices, ainsi que certains programmes de couverture visant à limiter les pertes potentielles. L'impact des variations de valeur des marchés actions peut se faire sentir via l'exposition à l'actif général ou via la modification de la valorisation des actifs impactant les futurs prélèvements sur encours des contrats en unités de compte.

Les sensibilités 2008 aux fluctuations des marchés actions (% de l'EV Groupe) des autres activités, soit 1 % en cas de hausse de 10 % ou - 1 % en cas de baisse de 10 % (2007 : 2 % et - 2 %) reflètent un impact net d'impôts sur les actions et les instruments dérivés sur actions.

RISQUE DE CHANGE LIÉ AUX ACTIVITÉS OPÉRATIONNELLES DES FILIALES DU GROUPE

Sur les sociétés d'assurance, qui couvrent 89 % des actifs du Groupe au 31 décembre 2008 (90 % à fin 2007 et 2006), les actifs et passifs exposés en devises sont globalement congruents ou couverts.

- **Pour les activités Vie, Epargne, Retraite:** 77 % des actifs du Groupe à la fin 2008 (79 % à fin 2007 et 2006) :

En France, AXA est exposé au risque de change à travers les parts qu'elle détient dans certains fonds investis pour partie en devises étrangères (notamment dollar américain : 483 millions d'euros contre 1.645 millions d'euros en 2007 et 1.607 millions d'euros en 2006 ; livre britannique : 72 millions d'euros contre 338 millions d'euros en 2007 et 343 millions d'euros en 2006 ; et yen japonais : 136 millions d'euros contre 335 millions d'euros en 2007 et 349 millions d'euros en 2006). AXA France détient ces parts dans le but de diversifier ses placements et de faire bénéficier ses assurés de la performance des marchés financiers internationaux. AXA France contrôle et limite son exposition au risque de devise à travers l'utilisation de forwards (notionnel de 1.046 millions d'euros contre 2.915 millions d'euros en 2007 et 2.698 millions d'euros en 2006).

Au Royaume-Uni, l'activité Vie, Epargne, Retraite est exposée au risque de change à travers les fonds « non-profit » et « with-profits ». L'exposition au sein des fonds « non-profit » découle :

- i. de placements en devises étrangères dans les sociétés du Groupe, pour une valeur de marché de 569 millions d'euros (868 millions d'euros en 2007 et 889 millions d'euros en 2006), dont 178 millions d'euros représentant des avoirs obligataires dans AXA Belgium (175 millions d'euros en 2007 et 177 millions d'euros en 2006) sont couverts ;
- ii. d'autres placements en devises étrangères d'une valeur de marché de 443 millions d'euros (161 millions d'euros en 2007 et 135 millions d'euros en 2006), parmi lesquels (a) 123 millions sont couverts par des dérivés de change et (b) 320 millions d'euros représentent des investissements stratégiques qui ne sont pas couverts (notamment 77 millions d'euros dans Banca MPS).

De plus, les fonds britanniques « non-profit » sont assortis de Credit Default Swaps (CDS) libellés en euros, d'une valeur nominale de 76 millions d'euros (199 millions d'euros en 2007 et valeur égale à zéro en 2006).

L'exposition au sein des Fonds « with-profits » découle d'actifs représentant une valeur de marché de 1.232 millions d'euros (2.770 millions d'euros en 2007 et 2.996 millions d'euros en 2006). Les passifs en devises au sein des fonds s'élèvent à 86 millions d'euros (136 millions d'euros en 2007 et 188 millions d'euros en 2006). Au Royaume-Uni, le risque de change de l'activité Vie, Epargne, Retraite est couvert par des dérivés de change (dont des swaptions détenus dans le cadre de Guaranteed Annuity Options).

La stratégie d'investissement mise en œuvre par AXA au Japon conduit le Groupe à investir au gré des opportunités en dehors du marché japonais, afin de bénéficier de taux de rendement plus élevés. Au 31 décembre 2008, le total des actifs libellés en devises étrangères (essentiellement en dollars américains) s'élevait à 5.725 millions d'euros (6.083 millions d'euros au 31 décembre 2007 et 10.025 millions d'euros au 31 décembre 2006). Hors actifs alloués aux produits en unités de compte, le risque de change correspondant a été entièrement couvert par l'utilisation de dérivés.

Les sociétés Vie, Epargne, Retraite en Allemagne détiennent, directement ou indirectement au travers de fonds, certains investissements libellés en devises étrangères (3.688 millions d'euros en 2008, 3.558 millions d'euros en 2007 et 3.577 millions d'euros en 2006), dans le but de diversifier leurs investissements et de profiter de la performance des marchés étrangers. Ces investissements sont principalement en dollar américain (3.001 millions d'euros en 2008, 2.629 millions d'euros en 2007, 2.092 millions d'euros en 2006), mais aussi en livre britannique (371 millions d'euros en 2008, 674 millions d'euros en 2007, 1.018 millions d'euros en 2006) et en yen japonais (103 millions d'euros en 2008, 178 millions d'euros en 2007, 151 millions d'euros en 2006). L'exposition au risque de change est couverte à l'aide de forwards de change (notionnel de 3.146 millions d'euros contre 2.542 millions d'euros en 2007 et 2.241 millions d'euros en 2006) et de swaps de devises (notionnel de 314 millions d'euros contre 430 millions d'euros en 2007 et 423 millions d'euros en 2006).

Les entités suisses sont exposées au risque de change au travers d'investissements en devises étrangères (principalement en euro et en dollar américain) en raison de possibilités de placement limitées et d'un taux d'intérêt traditionnellement faible en Suisse. Elles sont par conséquent exposées au risque de change sur des actions et obligations libellées dans des devises autres que le franc suisse. Toutefois, le risque de change sur obligations est couvert en franc suisse par l'utilisation de forwards de change. Au 31 décembre 2008, l'exposition au risque de change des entités Vie, Epargne, Retraite suisses s'élève à 15 milliards d'euros (environ 36 % des actifs), dont 12 milliards d'euros sont couverts.

En Belgique, aux États-Unis et dans la Région Méditerranéenne et Amérique Latine, les sociétés d'assurance Vie, Epargne, Retraite du Groupe n'ont pas d'exposition significative au risque de change.

Ces pays couvrent 96 % des actifs des sociétés Vie, Epargne, Retraite à fin 2008 (96 % à fin 2007 et fin 2006).

- **Pour les activités Dommages:** 10 % des actifs du Groupe à fin 2008 (9 % à fin 2007 et à fin 2006) :

En France, AXA est exposé au risque de change à travers les parts qu'elle détient dans certains fonds investis pour partie en devises étrangères, principalement en dollar américain (151 millions d'euros en 2008 comparé à 492 millions d'euros en 2007 et 649 millions d'euros en 2006) et dans une moindre mesure en livre britannique et en yen japonais, dans le but de diversifier ses investissements. Cette exposition au risque de devise est contrôlée et limitée par l'utilisation de forwards de change (notionnel de 301 millions d'euros en 2008 comparé à 867 millions d'euros en 2007 et 1.021 millions d'euros en 2006).

En Belgique, AXA gère un portefeuille en run-off en dollar américain, entièrement couvert par des placements dans la même devise pour un montant d'environ 29 millions d'euros (110 millions d'euros à fin 2007 et 130 millions d'euros à fin 2006).

En Allemagne, AXA est exposé au risque de change en dollar américain sur certains fonds d'investissements pour 808 millions d'euros (829 millions d'euros en 2007 et 733 millions d'euros en 2006). Le reste de l'exposition de change porte principalement sur la livre britannique pour 57 millions d'euros (211 millions d'euros en 2007 et 264 millions d'euros en 2006) et le yen japonais pour 22 millions d'euros (62 millions d'euros en 2007 et 63 millions d'euros en 2006) afin de diversifier les investissements. Le risque de change est contrôlé et limité par l'utilisation de forwards (notionnel de 836 millions d'euros contre 785 millions d'euros en 2007 et 587 millions d'euros en 2006) et de swaps de devises (notionnel de 194 millions d'euros en 2008 contre 124 millions d'euros en 2007 et un montant nul en 2006).

Au Royaume-Uni et en Irlande, AXA est exposé au risque de change via sa filiale AXA Insurance qui opère en livres sterling mais qui a diversifié son portefeuille de placements en ligne avec ses objectifs de gestion actif – passif. Au 31 décembre 2008, AXA Insurance gérait environ 203 millions d'euros (86 millions d'euros en 2007 et 146 millions d'euros en 2006) de placements en devises étrangères détenus en direct. Le segment Dommages britannique et irlandais détient également pour un montant total de 97 millions d'euros (184 millions d'euros en 2007 et 113 millions d'euros en 2006) de fonds CDO (Collateralized Debt Obligations) en actions et de fonds d'investissement principalement investis dans des placements en devises étrangères, soit environ 2,3 % de son portefeuille de placements (3,1 % en 2007 et 1,7 % en 2006). Les entités britanniques ont des Credit Default Swaps libellés en euro pour une valeur nominale de 144 millions d'euros (285 millions d'euros en 2007 et une valeur égale à zéro en 2006). En outre, la filiale d'AXA en Irlande opère aussi en Irlande du Nord et gère de ce fait un portefeuille de contrats en livres sterling pour un montant d'environ 122 millions d'euros (140 millions d'euros en 2007 et 134 millions d'euros en 2006), couverts par des placements dans la même devise de 131 millions d'euros (150 millions d'euros en 2007 et 137 millions d'euros en 2006).

Le segment Dommages suisse est exposé au risque de devise pour 3,1 milliards d'euros (environ 37 % des actifs) à fin 2008, dont 3,0 milliards d'euros sont couverts à l'aide de forwards de change.

Dans la Région Méditerranéenne et Amérique Latine, les sociétés d'assurance Dommages du Groupe n'ont pas d'exposition significative au risque de change.

Au 31 décembre 2008, ces pays couvrent 99 % des actifs (95 % à fin 2007 et 94 % à fin 2006) des sociétés Dommages du Groupe.

- **Pour les activités d'Assurance Internationale** (3 % des actifs du Groupe à fin 2008 comparé à 2 % à fin 2007 et 3 % à fin 2006) : AXA Corporate Solutions Assurance, de par la nature de son activité, porte des passifs d'assurance dont une part est libellée en devises étrangères, notamment le dollar américain (1.319 millions d'euros à fin 2008 contre 984 millions d'euros à fin 2007 et 1.118 millions d'euros à fin 2006) et, plus marginalement, la livre britannique (474 millions d'euros à fin 2008 contre 590 millions d'euros à fin 2007 et 607 millions d'euros à fin 2006). La société porte des actifs libellés en devises étrangères à des fins de congruence au bilan. La congruence entre les actifs et les passifs en devises de la société est ajustée sur une base régulière, mais est toutefois soumise aux aléas de la survenance des sinistres et de l'évolution des provisions correspondantes.
- **Concernant les sociétés holdings** (6 % des actifs du Groupe à fin 2008, à fin 2007 et à fin 2006), la politique de gestion des couvertures d'investissements nets en devises mise en place par la Société (AXA SA) depuis 2001 afin de protéger les fonds propres consolidés du Groupe contre les variations de change s'effectue, soit via des swaps croisés de devises (« cross currency swaps »), soit via des dettes libellées en devises étrangères.

Au 31 décembre 2008, les principales couvertures en place étaient les suivantes :

- 13,2 milliards de dollars ou 9,5 milliards d'euros (11,3 milliards de dollars ou 7,7 milliards d'euros à fin 2007, et 11,1 milliards de dollars ou 8,4 milliards d'euros à fin 2006) au titre de la couverture des activités aux États-Unis, dont 9,6 milliards de dollars ou 6,9 milliards d'euros (7,7 milliards de dollars ou 5,2 milliards d'euros à fin 2007, et 7,0 milliards de dollars ou 5,3 milliards d'euros à fin 2006) via des swaps de devises,
- 1.036 milliards de yens ou 8,2 milliards d'euros (599 milliards de yens ou 3,6 milliards d'euros à fin 2007, 456 milliards de yens ou 2,9 milliards d'euros à fin 2006) au titre des activités au Japon, essentiellement sous forme de swaps de devises,
- 1,9 milliard de livres sterling ou 2,0 milliards d'euros à fin 2008 (1,9 milliard de livres sterling ou 2,6 milliards d'euros à fin 2007, 1,2 milliard de livres sterling ou 1,8 milliard d'euros à fin 2006) au titre de l'activité au Royaume-Uni, essentiellement sous forme de dette,
- 1,7 milliard de dollars canadiens ou 1,0 milliards d'euros (1,7 milliard de dollars canadiens ou 1,2 milliards d'euros à fin 2007, 1,0 milliard de dollars canadiens ou 0,7 milliard d'euros à fin 2006) au titre des activités au Canada sous forme de swaps de devises,
- 8,3 milliards de francs suisses ou 5,6 milliards d'euros (5,0 milliards de francs suisses ou 3,0 milliards d'euros à fin 2007 et un montant nul en 2006) comme les couvertures ont été mises en place au 1er janvier 2007 suite à l'acquisition de Winterthur au titre des activités en Suisse, sous forme de swaps de devises.

Au 31 décembre 2008, les actifs de la Société (AXA SA) représentaient l'essentiel des actifs des holdings du Groupe.

RISQUES LIÉS À LA GESTION DE L'EXPOSITION DE CHANGE ET DE LA DETTE DES HOLDINGS

Afin d'optimiser la gestion financière des risques financiers, ainsi que leur contrôle, la Direction Centrale des Finances du Groupe (DCFG) a défini et formalisé les normes de gestion ainsi que les principes de suivi et de mesure des risques financiers, permettant de mesurer de manière homogène les positions de chaque participation. Ces normes ont été approuvées par le Directoire.

Un reporting consolidant les expositions de taux, de change et de liquidité, ainsi que la charge financière d'AXA SA, est établi mensuellement par la Direction Financière. Il intègre également une dimension prospective à moyen terme.

Par ailleurs, ce reporting, ainsi que les stratégies de couverture mises en place, sont régulièrement communiqués et revus par le Comité Financier du Conseil de Surveillance d'AXA.

En outre, le risque résultant d'éventuelles restrictions réglementaires ou autres à la distribution de dividendes ou de réserves en vigueur dans des pays dans lesquels AXA opère fait également l'objet d'un suivi rigoureux. En effet, les filiales opérationnelles du Groupe doivent respecter un certain nombre de contraintes réglementaires locales, en particulier un ratio de solvabilité minimum qui peut diminuer leur capacité à verser des dividendes à la Société ou d'autres entités du groupe, réduire leurs fonds propres, s'endetter, s'engager dans certains types de transactions avec d'autres sociétés du Groupe (comme des prêts) ou prendre certaines mesures. Les projections de flux de trésorerie internes (y compris les distributions de dividendes) doivent donc prendre en compte ces contraintes et les possibles évolutions réglementaires futures.

Risque de taux d'intérêt

DÉFINITION : le risque de taux d'intérêt peut résulter :

- d'une différence de nature des taux d'intérêt (taux fixe contre taux variable),
- d'une différence entre les références des taux variables,
- d'une différence sur les dates de renouvellement des taux variables.

NORME : la norme taux est définie de manière à maîtriser et limiter la variabilité de la charge financière à moyen terme, et donc d'en protéger le niveau futur quelle que soit l'évolution des taux d'intérêt.

MESURES :

- Analyses de variabilité, qui mesurent, sur la durée du plan stratégique, la variation de charge financière consécutive à une hausse de 1 % des taux d'intérêt.
- Analyses de sensibilité aux taux, qui mesurent, par devise et par échéance, la variation de valeur de la position de taux consécutive à une hausse parallèle de 1 % de la courbe des taux.

Risque de change

DÉFINITION : le risque de change résulte d'une non-congruence entre la devise d'un actif (notamment les participations nettes en devise dans les filiales) et son financement.

NORME : l'objectif est de limiter la variabilité de l'actif net en devise en cas de variation des taux de change. Il s'agit donc de déterminer la proportion optimale de passifs en devises permettant, en cas de variations de change, de protéger la valeur des investissements nets en devises dans les filiales et donc les fonds propres consolidés du Groupe, mais aussi les agrégats clés tels que l'actif net réévalué, l'European Embedded Value et les ratios de solvabilité.

MESURE : analyses de sensibilité au change, qui mesurent, année après année, la variation de charge financière consécutive à un renforcement de l'euro de 10 % contre toutes devises, ainsi que l'incidence sur les fonds propres consolidés du groupe, le ratio d'endettement et la marge de solvabilité européenne.

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

Risques de crédit

Les informations de cette section (sauf la ventilation des CDS par notation) viennent en complément de la Note 4 aux états financiers consolidés, inclus dans la Partie V de ce Rapport Annuel et sont couvertes par l'opinion des Commissaires aux Comptes sur les états financiers consolidés.

Ces risques sont définis comme le défaut potentiel d'une contrepartie à honorer ses engagements. Compte tenu des principales activités du Groupe AXA, deux grandes catégories de contrepartie font l'objet d'un suivi spécifique en fonction de leur nature :

- Les portefeuilles de placement détenus par les compagnies d'assurance du Groupe (hors actifs en représentation des engagements sur produits en unités de compte pour lesquels le risque financier est supporté par l'assuré) ainsi que par les banques et les sociétés holding. Ces portefeuilles sont générateurs de risque de contrepartie via les obligations et produits dérivés ainsi détenus.
- Les créances sur les réassureurs nées des opérations de cession en réassurance réalisées par le Groupe AXA.

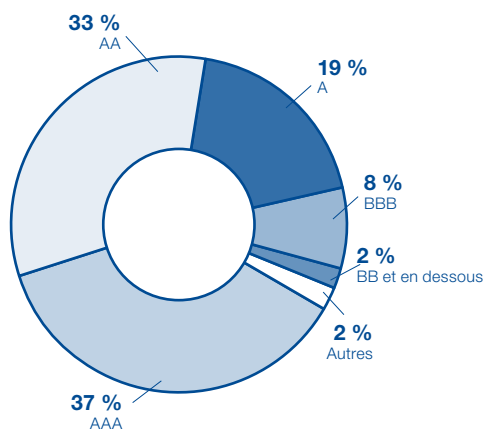
PLACEMENTS FINANCIERS

Afin de mesurer l'exposition au risque de concentration sur ses portefeuilles actions et obligations, le Groupe AXA dispose d'une base de données agrégeant les actifs cotés du Groupe en les analysant par émetteur, notation financière, secteur d'activité et zone géographique. Cette base de données permet de suivre mensuellement l'exposition au risque de défaut d'un émetteur en particulier via la détention d'obligations. Elle permet également de suivre l'exposition en actions.

Concernant les émissions obligataires, des limites d'exposition totale par émetteur sont fixées au niveau du Groupe et au niveau de chaque filiale. Ces limites sont fonction du risque de l'émetteur appréhendé au travers de sa notation financière et de sa nature (secteur privé, Etat, secteur public et semi public). La Note 9.4 de la partie V – États financiers consolidés détaille le portefeuille obligataire par émetteur.

Ces outils permettent au GRM de veiller au respect des limites définies par le Groupe, parmi lesquelles l'allocation d'actifs, le risque de concentration ou le risque de contrepartie sur les dérivés. Le Comité de supervision actif – passif est tenu régulièrement informé de ces travaux. Ces outils permettent également la mise en œuvre de dispositifs d'urgence coordonnés pour les contreparties les plus sensibles.

Au 31 décembre 2008, le portefeuille obligataire (305,5 milliards d'euros, dont 10,7 milliards d'euros dans les fonds « with-profits »), ventilé par notation financière, se présente comme suit :



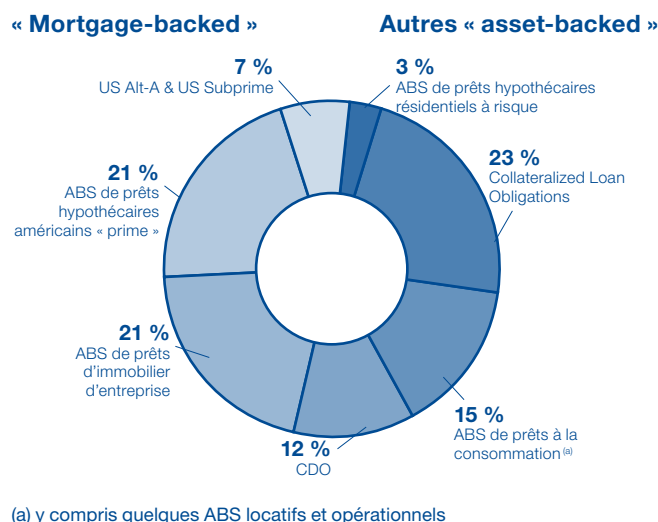
Au 31 décembre 2007, la ventilation par notation financière du portefeuille obligataire (303,2 milliards d'euros, dont 15,5 milliards d'euros dans les fonds « with-profits ») s'établissait comme suit : AAA (37 %), AA (30 %), A (19 %), BBB (9 %), BB et en dessous (1 %), Autres (4 %).

Au 31 décembre 2006, la ventilation par notation financière du portefeuille obligataire (298,3 milliards d'euros, dont 17,9 milliards d'euros dans les fonds « with-profits ») s'établissait comme suit : AAA (40 %), AA (26 %), A (22 %), BBB (9 %), BB et en dessous (1 %), Autres (1 %).

Les politiques de diversification et d'analyse du risque de crédit, notamment au travers des informations de notation financière, sont mises en œuvre par les directions des investissements et suivies par les équipes de Risk Management.

ABS (Asset Backed Securities) PAR TYPE D'ACTIF SOUS-JACENT (hors Collateralized Mortgage Obligations (CMOS))

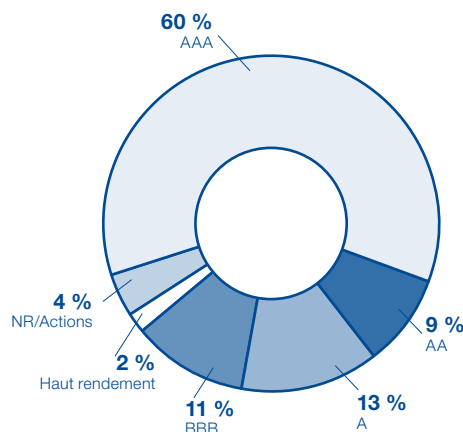
Au 31 décembre 2008, la ventilation économique de la valeur totale des ABS (11,8 milliards d'euros¹ hors CMOs et ABS détenus dans les fonds « with-profits ») est :



Au 31 décembre 2008, l'exposition d'AXA aux prêts hypothécaires « subprime résidentiel » et « Alt-A » aux États-Unis s'élève à environ 0,8 milliard d'euros (dont 68 % sont notés AA ou AAA et avec un taux de participation des assurés estimé à 56 %).

Au 31 décembre 2007, la ventilation économique de la valeur totale des ABS (16,2 milliards d'euros hors CMOs et ABS détenus dans les fonds « with-profits ») était la suivante : 18 % de CLOs , 15 % d'ABS de prêts à la consommation , 11 % de CDO , 18 % d'ABS de prêts d'immobilier d'entreprise , 23 % d'ABS de prêts hypothécaires américains « prime » , 10 % de US Subprime & Alt A et 5 % de Non conforming RMBS. Au 31 décembre 2007, l'exposition d'AXA aux prêts hypothécaires US subprime & Alt A s'élevait à environ 1,6 milliard d'euros (dont 84 % étaient notés AA ou AAA et un taux de participation des assurés estimé à 54 %).

Au 31 décembre 2008, la ventilation par notation du portefeuille ABS (dont 69 % des actifs sont notés AAA et AA) est la suivante:



(1) Ce montant représente une vision économique, c'est-à-dire 100 % des actifs détenus en direct, détenus dans les fonds consolidés « core block » et « satellite » et dans les fonds non consolidés.

Au 31 décembre 2007, la ventilation par notation du portefeuille ABS était la suivante: 63 % en AAA, 6 % en AA, 14 % en A, 10 % en BBB, 1 % en Haut rendement et 6 % en NR/Actions.

La variation de juste valeur des ABS au titre de l'exercice 2008 s'élève à - 3,5 milliards d'euros, dont -2,7 milliards d'euros enregistrés en compte de résultat et - 0,7 milliard d'euros en fonds propres (contre - 1,5 milliard en 2007, dont - 0,7 milliard au compte de résultat et - 0,8 milliard d'euros en fonds propres).

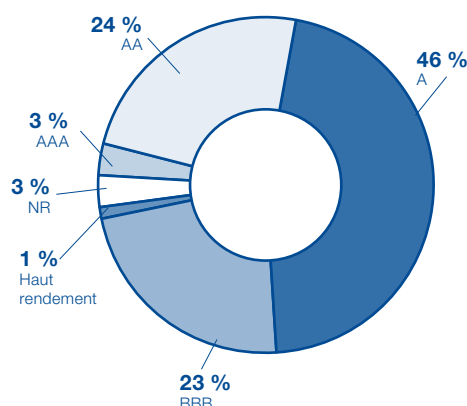
Nette de la participation des assurés, de l'impôt, et des réactivités des valeurs de portefeuille et des frais d'acquisition reportés, la variation de juste valeur des ABS au titre de l'exercice 2008 s'élève à - 1,3 milliard d'euros, dont - 1,0 milliard d'euros enregistré en compte de résultat et - 0,3 milliard d'euros en fonds propres (contre - 0,6 milliard en 2007, dont - 0,3 milliard au compte de résultat et - 0,3 milliard d'euros en fonds propres).

DÉRIVÉS DE CRÉDIT

Le Groupe AXA, dans le cadre de la gestion de ses investissements et de son risque de crédit, peut mettre en place des stratégies faisant appel aux dérivés de crédit (Credit Default Swaps ou CDS), qui sont principalement utilisés comme moyen alternatif pour investir dans les obligations du secteur privé, quand ils sont associés à des obligations d'Etat, mais aussi comme outil de protection contre le risque de concentration sur un émetteur du secteur privé en particulier ou un portefeuille spécifique.

Au 31 décembre 2008, le nominal des positions prises au travers de dérivés de crédit s'élève à 30,9 milliards d'euros¹ dont 8,1 milliards d'euros de CDS (ou 1,7 milliard d'euros net) au travers de CDOs et 22,8 milliards d'euros (19,1 milliards d'euros net) de CDS. Pour ces 19,1 milliards d'euros de CDS, le risque de crédit pris par le Groupe AXA au travers de ces instruments est intégré aux analyses sur les portefeuilles obligataires « physiques » telles que décrites au paragraphe précédent « Placements financiers ». Les limites appliquées aux émetteurs prennent en compte ces positions sur dérivés de crédit.

La ventilation des obligations sous-jacentes de ces CDS par notation financière (issue de l'information de gestion) est la suivante :



Dans le cas des CDOs, le risque de crédit est suivi de manière spécifique à ce type d'instrument en relation avec les tranches détenues et quelle que soit la nature des collatéraux (obligations ou dérivés de crédit). Les CDOs sont consolidés dans le bilan d'AXA conformément aux normes IFRS, bien que l'investissement d'AXA dans ces CDOs soit limité.

Risque de contrepartie lié aux dérivés de gré à gré

AXA gère activement le risque de contrepartie lié à ses dérivés de gré à gré via une politique générale Groupe, qui intègre des limites de risques et des procédures de suivi de l'exposition. Les limites d'exposition sont spécifiques à chaque contrepartie, suivant un système de sélection et scoring interne. Cette politique intègre aussi des procédures quotidiennes à hebdomadaires de collatéralisation sur la majorité des expositions du groupe.

Réhausseurs de crédit (assureurs « Monolines »)

Au 31 décembre 2008, l'exposition directe de l'actif général (hors fonds « with-profits » britanniques) aux réhausseurs de crédit (« Monolines ») est négligeable et l'exposition indirecte (rehaussement d'obligations par les Monolines) de l'actif général (hors fonds « with-profits » britanniques) s'élève à 306 millions d'euros, dont 113 millions d'euros sur Ambac et 135 millions d'euros sur MBIA (contre une exposition de 379 millions d'euros en 2007, dont 128 millions d'euros sur Ambac et 162 millions d'euros sur MBIA).

(1) Ce montant représente une vision économique, c'est-à-dire 100 % des actifs détenus en direct, détenus dans les fonds consolidés « core block » et « satellite » et dans les fonds non consolidés.

MBIA réassure 100 % de tous les risques d'assurance crédit (hors pertes cumulées entre 0 et 13 millions de dollars américains (environ 0,14 %) et entre 110 et 200 millions de dollars américains (environ 1,19 % et 2,16 %) garantis par des réassureurs tiers sur un portefeuille diversifié d'obligations municipales américaines, couvert par AXA RE (avant sa mise en run-off).

Les principales caractéristiques de ce portefeuille sont les suivantes :

- 5 000+ émissions différentes (84 % AAA, AA et A, aucun Haut Rendement) d'un montant cumulé en principal d'environ 7 milliards d'euros,
- Portefeuille couvert entre 1998 et 2004,
- Quelques rares défauts en 2008, mais aucun impact attendu pour AXA.

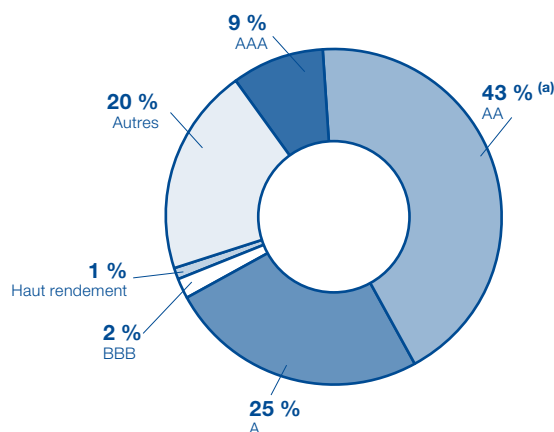
CRÉANCES SUR LES RÉASSUREURS : PROCESSUS ET ÉLÉMENTS DE NOTATION

Afin de gérer l'exposition du Groupe au risque de défaut d'un réassureur, un comité de sécurité est chargé d'évaluer la qualité des réassureurs ainsi que les engagements admissibles. Ce comité est sous l'autorité conjointe du GRM et d'AXA Cessions. Le risque est suivi pour éviter une exposition excessive à un réassureur en particulier. Le comité de sécurité se réunit mensuellement (plus fréquemment lors des périodes de renouvellement) et détermine les actions qui s'imposent pour limiter l'exposition du Groupe au risque de défaut d'un réassureur.

En outre, le Groupe recense et analyse son exposition vis-à-vis de l'ensemble des réassureurs en intégrant l'ensemble des positions avec ces derniers (sinistres, primes, provisions, dépôts, nantissements et cautions).

Les 50 plus importants réassureurs du Groupe en 2008 représentent 80 % de la part des réassureurs dans les passifs liés à des contrats d'assurance et d'investissement (contre 78 % en 2007 et 75 % en 2006).

La ventilation par notation de la totalité des réserves cédées aux réassureurs au 31 décembre 2008 (11,7 milliards d'euros) se présentait de la manière suivante:



(a) Au 31 décembre 2008, Swiss Re représentait 7 % des 43 % de réserves cédées à des réassureurs notés AA. La notation de Swiss Re a depuis été dégradée par Standard & Poor's en A+, le 18 février 2009.

La rubrique « Autres » comprend les réserves cédées à des pools de réassurance, les réserves cédées à des réassureurs avec lesquels le Groupe AXA travaille peu (au-delà du 50^{ème} rang) ainsi qu'à des réassureurs non notés par les principales agences de notation.

Au 31 décembre 2007, la ventilation par notation de la totalité des réserves cédées aux réassureurs (11,3 milliards d'euros) s'établissait comme suit : AAA (9 %), AA (31 %), A (36 %), BBB/BB/B (1 %), et Autres (22 %).

Au 31 décembre 2006, la ventilation par notation de la totalité des réserves cédées aux réassureurs (12 milliards d'euros) s'établissait comme suit : AAA (11 %), AA (31 %), A (30 %), BBB/BB/B (2 %), 17 % dans PARIS RE (lié à la cession des activités d'AXA RE, qui n'était pas identifiés par notation à fin 2006) et Autres (25 %).

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

Risques d'assurance

Les informations de cette section viennent en complément de la Note 4 aux états financiers consolidés, inclus dans la Partie V de ce Rapport Annuel et sont couvertes par l'opinion des Commissaires aux Comptes sur les états financiers consolidés.

Les filiales d'assurance du Groupe sont en charge du suivi des risques, et notamment les risques d'assurance lié à la souscription, tarification et revue des provisions techniques en s'appuyant sur un ensemble d'outils actuariels. Elles sont aussi responsables de s'adapter aux évolutions des cycles du marché de l'assurance et plus généralement aux modifications de leur environnement politique et économique.

De plus, les risques d'assurance, aussi bien en Vie, Epargne, Retraite qu'en Dommages, sont aussi suivis par 5 processus majeurs, définis au niveau du Groupe, mais déclinés conjointement par les équipes de risk management centrales et locales :

- Analyse de la tarification et de la profitabilité ajustée du risque pour les nouveaux produits, préalablement à leur lancement, qui vient compléter des règles solides de souscription.
- Les analyses d'exposition afin de s'assurer que notre exposition reste dans les limites de notre appétit aux risques défini au niveau du Groupe.
- L'optimisation des stratégies de réassurance afin de limiter certaines expositions dites de pointe au niveau du Groupe pour protéger notre solvabilité et réduire la volatilité de nos indicateurs financiers clefs.
- Revue des provisions techniques.
- Initiative Risque émergents pour partager l'expertise avec les équipes de souscription et les communautés de risques.

APPROBATION DES PRODUITS

Pour ses activités Vie, Epargne, Retraite individuelles, le Groupe AXA a mis en place dans chacune des principales entités du Groupe des procédures d'approbation préalable des nouveaux produits pour s'assurer que les nouveaux risques souscrits ont fait l'objet d'une approbation formelle au terme d'un processus robuste avant d'être offerts aux clients. Ces procédures, définies et exécutées localement sont structurées et harmonisées par l'intermédiaire d'exigences minimales définies par le GRM. Les caractéristiques clés de ces processus sont les suivantes :

- La décision de lancement d'un produit est une prérogative locale mais elle doit impérativement être le résultat d'une procédure d'approbation documentée et insérée tant dans les pratiques de gouvernance locale que dans les standards du Groupe AXA. Cette revue est centralisée pour les produits d'Epargne en unités de compte incluant des garanties, et soumise au Directoire.
- Tous les produits significatifs en Vie, Epargne, Retraite individuelles doivent être couverts par ce processus.
- Les garanties et options accordées au sein du produit font l'objet d'une quantification selon les méthodes stochastiques définies par le GRM afin d'assurer leur correcte prise en compte dans la tarification. Ces travaux permettent également de mieux appréhender les risques d'inadéquation actif – passif ainsi que le besoin réel de capital économique nécessaire, et ce dès la conception du produit. En cas de risque financier important, une analyse de gestion actif-passif devra être menée pour confirmer la stratégie de couverture du produit.
- Des stress tests sur les hypothèses clés sont nécessaires pour s'assurer que tous les scénarios adéquats sont bien pris en compte dans le processus de développement.
- Les rapports de tarification sont transmis avant lancement au GRM.

Ce cadre d'analyse de la rentabilité est aussi utilisé en Dommages comme un outil régulier d'audit des risques et de la profitabilité pour la souscription de risques, conservant le principe de décision locale s'appuyant sur une procédure d'approbation documentée. Son objectif est double :

- Avant le lancement des produits : s'assurer que les nouveaux risques souscrits ont fait l'objet d'une approbation formelle au terme d'un processus robuste avant d'être offerts aux clients et de démontrer la rentabilité du produit, ajustée du coût du capital.
- Pendant la vie du produit : s'assurer de la rentabilité et du contrôle des risques des affaires souscrites en Dommage déjà en portefeuille

Ce cadre d'analyse vient compléter des règles solides de souscription afin de s'assurer que les risques souscrits sont bien dans les limites de risques définies par le Groupe et que la création de valeur reflète une tarification effective des risques.

ANALYSE D'EXPOSITION

Afin d'assurer une vue consolidée des risques d'assurance, le GRM a développé et déployé des modèles et indicateurs pour mesurer les risques de manière homogène à travers le Groupe. Ceci permet de vérifier que notre exposition reste bien dans les limites Groupe de notre appétit aux risques.

Au niveau du Groupe, un cadre homogène de quantification de l'ensemble des risques a été développé par le GRM à partir d'outils de modélisation stochastique intégrant les risques d'actif ainsi que les risques d'assurance. Il comprend notamment des outils de contrôle de tarification que les filiales intègrent dans leurs travaux de développement de produits tels que ceux évoqués au paragraphe précédent. Ces travaux permettent également de quantifier et de faire ressortir les effets de la diversification des risques du fait des différentes activités et des différentes implantations géographiques du Groupe AXA. Ces analyses d'exposition sont également complétées par des travaux sur la modélisation des risques en Vie, Epargne, Retraite (mortalité, longévité, dépendance, etc.).

Ainsi, en Vie, Epargne, Retraite, les outils précédemment décrits permettent de réaliser des études multi-pays sur les risques de mortalité / longévité. Le Groupe AXA suit de manière régulière son exposition à ces risques et utilise les résultats de ces travaux afin d'optimiser la structure de ses gammes de produits et ses couvertures de réassurance.

En Dommages & Responsabilité aussi, les outils cités précédemment permettent d'analyser, sur une base mondiale, les cycles de marché, l'élasticité des prix, les risques de contreparties des assureurs, la déviation dans les réserves et catastrophes naturelles. Ces résultats sont en priorité utilisés pour optimiser la protection du groupe (via la réassurance ou la titrisation) et le business-mix.

RÉASSURANCE

Définition des besoins de couverture en réassurance

L'achat de réassurance constitue un élément important de gestion des activités d'assurance du Groupe et du pilotage de ses risques.

Pour les activités Dommages et Vie, Epargne, Retraite, la politique de réassurance du Groupe AXA est mise en œuvre de la façon suivante :

- Le placement des traités de réassurance est principalement effectué de manière centralisée par sa filiale AXA Cessions.
- Ce placement est précédé d'analyses et de modélisations actuarielles approfondies des portefeuilles de la part d'AXA Cessions et du GRM, afin d'optimiser la qualité et le coût des protections de réassurance. Ces modélisations, réalisées en étroite collaboration avec les directions techniques et les départements « réassurance » des entités opérationnelles du Groupe, appréhendent les risques de fréquence mais également, et de manière spécifique, les risques de sévérité (catastrophes naturelles, tempêtes, inondations, tremblements de terre). Elles permettent de définir par portefeuille et pour chaque nature de risque, la couverture en réassurance la plus adéquate (seuils de rétention et portée des couvertures) en fonction des objectifs recherchés et des contraintes d'allocation de fonds propres.
- L'estimation des risques catastrophiques est faite en se basant sur plusieurs modèles de marché. Ces logiciels, bien qu'indispensables comme élément de discussion objectif avec les réassureurs sont régulièrement évalués au sein du GRM et adaptés aux spécificités du portefeuille AXA : l'expérience montre que ces logiciels ne donnent que des estimations imparfaites de l'exposition réelle et peuvent sous-estimer certains facteurs importants, comme l'inflation consécutive à un sinistre de grande ampleur ou les effets du changement climatique. De plus, ils n'intègrent pas par construction les risques liés à une évolution juridique obligeant ex-post l'assureur à couvrir un risque qu'il pensait avoir exclu de ses polices.

Depuis 2006, ces travaux se sont étendus aux activités Vie, Epargne, Retraite, selon le même schéma que les Dommages. Certaines entités se réassurent maintenant au travers d'AXA Cessions, qui à son tour a mis en place un pool de rétention, protégé par des couvertures que le Groupe place sur le marché de la réassurance.

Mise en œuvre de la stratégie de réassurance: Rôle d'AXA Cessions

Afin de créer une protection adaptée et optimisée, les différentes filiales opérationnelles du Groupe placent auprès d'AXA Cessions 100 % de leurs besoins en matière de réassurance. Seule une faible partie de la plupart des traités est placée directement sur le marché de la réassurance des risques. La majorité du risque est en effet mutualisée au niveau d'AXA Cessions pour former des « pools » internes de réassurance par nature de risque souscrit.

Ces pools sont ensuite protégés par une couverture dont les caractéristiques (niveau de rétention et portée des couvertures) sont définies afin de protéger efficacement le Groupe au moindre coût. Cette couverture est placée auprès des marchés de la réassurance ou directement auprès des marchés financiers par un mécanisme de titrisation (cat bond).

En 2008, AXA cessions gérait cinq pools :

- Dommages aux biens (catastrophe et par risque + responsabilité civile accidents) ;
- Responsabilité Civile Générale ;
- Marine ;
- Construction ;
- Vie.

Par ailleurs, pour la branche Responsabilité Civile Auto, AXA Cessions a mis en place une protection Groupe pour toutes les entités.

Toutes les cessions locales des entités du Groupe sont protégées collectivement par ces couvertures Groupe et le résultat financier net en découlant est ensuite rétrocédé à ces entités.

Enfin, comme décrit dans la section précédente sur le risque de crédit, ces travaux d'analyse et de placement des risques aux réassureurs sont complétés par un suivi régulier de l'exposition du Groupe AXA à ses principaux réassureurs afin de s'assurer que les expositions cumulées restent bien dans les limites de risque définies par le Groupe.

RÉSERVES TECHNIQUES

Outre le contrôle du risque en amont couvert au travers de l'approbation préalable des produits, et l'analyse de la stratégie de réassurance, le risque lié au provisionnement fait l'objet d'un suivi spécifique, aussi bien pour les activités Vie & Epargne que Dommages & Responsabilités. Des provisions pour sinistres à payer doivent être constatées dès leur déclaration ou leur survenance. Ces provisions sont évaluées individuellement pour chaque dossier, par les départements sinistres. Des provisions complémentaires pour sinistres survenus non encore déclarés (IBNR) et des provisions pour sinistres survenus déclarés mais insuffisamment provisionnés (IBNER) sont également constatées. Diverses méthodes statistiques et actuarielles sont utilisées pour effectuer ces évaluations. Ces évaluations sont dans un premier temps conduites localement par les départements techniques en charge puis font l'objet de revues pour une seconde opinion (équipes locales de Risk Management ou experts techniques externes).

De plus, spécifiquement pour les activités Dommages, le GRM en liaison avec Group P&C Insurance Operations, le département Sinistres du Groupe et divers spécialistes en entité, réalise régulièrement des revues ciblées de certains portefeuilles afin de valider les hypothèses, méthodes et processus utilisés pour définir leur provisionnement (gestion des sinistres, méthodes actuarielles, souscription, etc.) et de s'assurer de leur cohérence avec le standard Groupe, notamment à propos de l'indépendance des opinions, la documentation des processus d'escalade (visant à résoudre les cas de différences significatives entre 1ère et 2ème opinions) et de réconciliation.

Les méthodes utilisées dans le Groupe pour le provisionnement des activités Dommages reposent sur les standards actuariels et comptables en vigueur et les meilleures pratiques internes ainsi que sur celles de l'industrie.

Les actuaires en charge de l'évaluation des provisions pour sinistres à payer ne se basent pas sur une seule méthode mais sur plusieurs approches telles que :

- Les méthodes basées sur le développement des sinistres (payés ou encourus) à partir de triangulations (de type « Chain-Ladder », « Link Ratio ») pour lesquelles les évolutions passées sont appliquées à chaque exercice de survenance ou de souscription, afin de les projeter jusqu'à leur développement final estimé.
- Les méthodes basées sur les ratios sinistres à primes (S/P) (par exemple la méthode S/P ultime ou S/P complémentaire).
- Les méthodes mixtes (par exemple Bornhuetter-Ferguson, Cape Cod).
- Les méthodes basées sur les estimations de fréquence et de sévérité.

La segmentation d'analyse varie selon différents critères tels que les spécificités des produits, la localisation géographique, les canaux de distribution, la réglementation locale ou d'autres facteurs, afin d'obtenir une base homogène de sinistres et assurer ainsi une analyse pertinente des provisions.

Les hypothèses retenues dépendent des données disponibles en matière de sinistres déclarés à la date des estimations, des réglementations locales, des procédures de gestion des sinistres, de la tarification, des informations issues de la souscription ainsi que de la nature des activités et des types de sinistres (type de couverture, sinistres standard ou graves, année de survenance récente ou plus ancienne). Elles dépendent également de facteurs économiques, sociaux et environnementaux ainsi que du contexte législatif et politique qui sont des éléments importants de la variabilité des provisions. Les hypothèses sont choisies à l'issue d'échanges avec les gestionnaires de sinistres, les actuaires responsables de la tarification, les souscripteurs et d'autres départements spécialisés. Ces échanges conduisent à la définition de fourchettes d'estimations raisonnables.

Il est toutefois rappelé que les estimations sont essentiellement basées sur des hypothèses qui peuvent s'avérer différentes des observations a posteriori, notamment en cas d'évolution de l'environnement économique (dérive inflationniste), légal (jurisprudence), social (« class action »), en particulier si elles affectent simultanément les principaux portefeuilles du Groupe.

RISQUES ÉMERGENTS

À travers son initiative Risques Emergents, AXA a mis en place des procédures d'identification et quantification des risques émergents, identifiés comme pouvant évoluer dans le temps et devenir significatifs pour le Groupe. Ces procédures ont été définies afin de s'assurer que notre exposition reste dans les limites du Groupe. Cette initiative permet de partager l'expertise avec les équipes de souscription et les communautés de risques, mais aussi de définir une politique de souscription des risques adaptée.

Risques naturels : les modifications climatiques

L'évolution et la montée des risques engendrés par les modifications climatiques et plus spécifiquement par les phénomènes de réchauffement planétaire constituent des enjeux majeurs pour l'ensemble des activités humaines et en particulier pour les activités d'assurance.

Le réchauffement de la planète n'est en effet pas contestable même si des divergences peuvent exister quant à son ampleur et aux projections afférentes. Même s'il reste très difficile d'estimer l'effet local du changement climatique du fait de la prise en compte nécessaire de nombreux facteurs géographiques locaux (courants marins, reliefs...), AXA dispose désormais de certains résultats au niveau régional utilisés dans les estimations de risque de catastrophe. Cependant, il est toujours très malaisé d'estimer les conséquences d'événements extrêmes (vagues de chaleur, sécheresses et inondations, pointes de vent et précipitations intenses associées aux phénomènes cycloniques) qui concernent particulièrement l'assurance, le Groupe a ainsi été amené à lancer en 2007 le Fonds AXA pour la Recherche ayant pour vocation de soutenir les projets de recherche académique sur le climat.

Outre les destructions immédiates causées essentiellement par les inondations (et dans une moindre mesure par les sécheresses), les conséquences de ces évolutions climatiques seront significatives pour la plupart des activités humaines (et particulièrement agriculture, sylviculture, santé et métiers de l'eau) et donc pour l'assurance qui les protège (dommages aux biens, assurance agricole, pertes d'exploitation, responsabilité civile, marine et aviation, vie, santé, etc.). Les défis de l'assurance pour les années à venir sont donc importants du fait de l'accroissement du montant des sinistres de dommages, de l'apparition de nouveaux sinistres de responsabilité et des incertitudes croissantes sur le montant des sinistres maximum possibles, rendus plus difficiles à évaluer et à prévoir sur les bases historiques existantes. De plus, certains secteurs économiques importants, partenaires du secteur de l'assurance, connaîtront des mutations importantes notamment du fait des contraintes liées aux émissions de gaz à effet de serre définies dans le protocole de Kyoto entré en vigueur le 16 février 2005.

Une adaptation graduelle des tarifications sera nécessaire pour refléter dans une large mesure ces facteurs de risque, mais elle ne sera probablement pas suffisante face aux risques couverts dans les régions les plus exposées aux inondations ou aux cyclones. C'est en travaillant au développement de nouvelles solutions et en s'impliquant de manière active dans des réflexions globales, notamment au sein du « Carbon Disclosure Project » que le Groupe AXA entend, avec d'autres acteurs importants du marché, contribuer à une meilleure prise en compte et une meilleure anticipation des risques résultant du réchauffement planétaire.

Risque pandémique / Mortalité extrême

Ces dernières années, les développements concernant la grippe aviaire ont généré une attention grandissante des gouvernements et des industriels sur les différents risques associés aux pandémies. Bien que la sensibilité de l'opinion publique à ce risque ait décliné en 2008, il n'en a pas pour autant disparu. Même s'il existe une part non négligeable d'appréciation en ce qui concerne le risque pandémique, il implique la nécessité de développer puis de mettre en œuvre une stratégie appropriée de risk management.

Dans le cadre de sa gestion du risque de mortalité, AXA a émis en 2006 une obligation, qui fournit au Groupe une protection contre les chocs de mortalité. Le niveau de remboursement de cette obligation dépend de seuils globaux de mortalité. Ce montage peut être transformé, chaque fois que nécessaire, par AXA Cessions en capacité de réassurance pour les filiales du Groupe AXA.

4.2 ANNEXES QUANTITATIVES ET QUALITATIVES LIÉES AUX RISQUES DE MARCHÉ ET AUX FACTEURS DE RISQUE

Risques opérationnels

AXA a défini un cadre d'analyse pour identifier et quantifier le risque opérationnel qui pourrait provenir d'une défaillance globale de l'organisation, des systèmes, d'origine humaine ou bien résultantes d'un événement externe. S'assurer de la pertinence des processus mis en place pour maîtriser ces risques est un des piliers des fonctions du risk management.

PRINCIPES GÉNÉRAUX

S'inspirant des principes retenus par le Comité de Bâle pour la supervision des activités bancaires, AXA définit le risque opérationnel comme le risque de perte résultant de l'inadaptation ou de la défaillance de procédures, d'individus ou de systèmes. Cette inadaptation ou défaillance peut provenir de causes internes ou externes.

La gestion quotidienne des risques opérationnels reste essentiellement de la responsabilité des filiales opérationnelles seules à même de prendre les mesures de réduction de risques qui s'imposent pour leurs organisations. Cependant, AXA a défini un cadre Groupe unique pour l'identification, la quantification et le suivi des principaux risques opérationnels en s'appuyant sur le déploiement d'un outil commun.

AXA a classé les risques opérationnels dans les catégories suivantes :

- Fraude interne ;
- Fraude externe ;
- Pratiques en matière d'emploi et de sécurité sur le lieu de travail ;
- Clients et pratiques commerciales ;
- Dommages aux actifs corporels ;
- Interruption d'activité et dysfonctionnements des systèmes ;
- Produits, exécution, livraison et gestion des processus.

Au sein du Groupe, des exigences quantitatives et qualitatives ont été définies :

- Les principaux risques opérationnels sont identifiés et quantifiés dans chaque entité opérationnelle selon une approche d'évaluation des risques prédictive (forward looking), s'appuyant notamment sur des avis d'experts. Ces risques sont ensuite agrégés au travers de méthodes actuarielles permettant d'estimer la charge en capital à allouer en couverture des risques opérationnels et reprenant des modèles inspirés de ceux mis en avant par le Comité de Bâle pour les activités bancaires. Cette approche en matière de risque opérationnel est intégrée dans la gouvernance locale par une validation au niveau de la direction générale des entités afin de s'assurer de la pertinence des actions correctives et préventives mises en place pour les principaux risques.
- En outre, un processus de collecte de pertes et d'incidents a été lancé dans les principales filiales du groupe afin de suivre et de maîtriser les pertes opérationnelles réelles mais aussi comme une source d'information permettant de s'assurer de la cohérence des hypothèses prises par les entités dans leurs évaluations des risques opérationnels.

GESTION DU RISQUE DE RÉPUTATION

À la lumière de la crise financière en 2008, AXA a renforcé les mesures en place pour protéger son image et communiqué activement à ces actionnaires, clients, employés, et plus généralement la communauté financière sur la solidité financière via :

- Une communication ajustée et journalière aussi bien en interne qu'en externe (via intranet et une hotline spécifique pour répondre aux questions des employés, lettres envoyés à nos clients et divers articles sur notre site Web).
- Un suivi continu de notre image / réputation en ligne (via un outil de suivi sur le web et dans les médias).
- Une vaste communication du président du Directoire aux médias français mais aussi au niveau international.

DÉONTOLOGIE PROFESSIONNELLE

AXA a adopté le Code de Déontologie Professionnelle du Groupe (« le Code ») en février 2004. Celui-ci a fait l'objet d'une actualisation en mars 2006 et couvre l'ensemble des employés du Groupe. Il porte sur les règles de conduite professionnelle au quotidien. Le Code couvre un ensemble de questions dont des règles spécifiques concernant les conflits d'intérêts, les

transactions sur les titres d'AXA et de ses filiales cotées, la lutte contre le blanchiment de capitaux, les règles de confidentialité et de contrôle des informations et la politique de protection et de sauvegarde de l'information.

RISQUE EN MATIÈRE DE BLANCHIMENT DES CAPITAUX ET DE FINANCEMENT DU TERRORISME

AXA est résolument engagé dans la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. L'esprit de cette lutte anti-blanchiment est consigné dans une charte datant de 2002 qui a été approuvée par le Directoire et le Conseil de Surveillance. Sur la base de cette charte, chaque entité du groupe AXA est tenue de mettre en place des procédures reprenant les principes et standards du Groupe venant s'ajouter aux réglementations locales applicables et de nommer un responsable anti-blanchiment. Le principe « connaître le Client » est ici essentiel, et sous-tend toute transaction. La charte du Groupe est revue et modifiée régulièrement en tenant compte de l'évolution du cadre juridique et réglementaire international.

RISQUES RÉGLEMENTAIRES

Pour plus d'information sur le cadre réglementaire dans lequel AXA opère, se reporter à la section 2.2 « Autres facteurs susceptibles d'influer sur l'activité d'AXA » du présent rapport annuel.

PROCÉDURES JUDICIAIRES ET D'ARBITRAGE

Se reporter à la Partie V – Note 30 « Litiges » du présent rapport annuel.

RISQUES SOCIAUX OU ENVIRONNEMENTAUX

En matière sociale, les enjeux majeurs d'AXA consistent à fidéliser ses collaborateurs et à se mettre en position d'attirer demain les meilleurs talents.

En matière environnementale, les enjeux d'AXA sont assez faibles du fait de la nature de ses activités globalement non polluantes.

COUVERTURE D'ASSURANCE DES RISQUES EN PROPRE DU GROUPE

La politique générale du Groupe AXA en matière d'achat de couverture d'assurance des risques en propre est largement décentralisée. Les filiales sont responsables de l'identification des risques et de l'achat de leurs assurances, comme l'assurance Biens et Responsabilité Civile de leurs expositions locales et les conditions de marché. Conformément aux principes généraux de gouvernance, les filiales peuvent se couvrir auprès d'assureurs externes ou auprès d'un assureur interne du Groupe AXA.

AXA Cessions est cependant mandatée pour acheter certaines couvertures d'assurances transversales pour des risques communs à toutes les entités du groupe AXA. Ces assurances couvrant la Responsabilité Civile des Mandataires Sociaux, la Responsabilité Civile Professionnelle et la Fraude sont présentées ci-dessous :

- Les programmes transversaux d'assurances couvrent l'ensemble des entités du Groupe AXA à l'exception d'AXA Asia Pacific Holdings et d'AXA Equitable et de leurs filiales, qui ont traditionnellement mis en place une couverture sur leurs marchés locaux.
- Les couvertures d'assurance du Groupe sont révisées et validées annuellement afin de s'assurer des meilleurs standards du marché en matière de conditions, prix, limites et de protection globale. Les assureurs retenus sont reconnus comme les leaders internationaux de leur branche et pour leur solidité financière.

Pour l'année d'assurance 2008-2009, le coût global de ces couvertures d'assurance Groupe en Responsabilité civile des Mandataires Sociaux, Responsabilité Civile Professionnelle et Fraude est d'environ 9,3 millions d'euros, hors taxes et commissions.

4.3 AUTRES INFORMATIONS FINANCIÈRES

Se reporter à la Partie V « États Financiers Consolidés » du Rapport Annuel.

PROCÉDURES JUDICIAIRES

Se reporter à la Partie V – Note 30 « Contentieux » du Rapport Annuel.

POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES

La Société a distribué des dividendes lors de chacun des cinq derniers exercices. Les dividendes sont payés par la Société en euros. La politique future en matière de distribution de dividende dépendra entre autres des résultats réalisés par la Société et de sa situation financière. La proposition de dividende soumise au vote de l'Assemblée Générale des actionnaires d'AXA est arrêtée par le Directoire après accord préalable du Conseil de Surveillance.

AXA détermine sa politique de distribution de dividendes sur la base de son résultat courant consolidé diminué de la charge financière sur la dette perpétuelle. Au cours des dernières années, AXA a distribué un montant de dividende de l'ordre de 40 % à 50 % de ce résultat. Bien que la volonté du Management soit de maintenir ce niveau de distribution long terme, il a été décidé de proposer au vote de l'Assemblée Générale des actionnaires qui se tiendra le 30 avril 2009, le paiement d'un dividende de 0,40 euro par action. Le Management considère, qu'au regard des conditions actuelles des marchés financiers ainsi que du contexte économique global, ce montant de distribution correspond à un juste équilibre entre une gestion prudente du capital et la politique de distribution long terme.

Pour de plus amples informations sur les dividendes approuvés et payés au cours des cinq derniers exercices et sur la politique de distribution de dividendes de la Société, vous pouvez vous reporter à la Partie II « Le Groupe AXA : activités, performances et conditions financières », Section 2.1 « Dividendes » et à la Partie VI « Informations additionnelles – Description du capital social », Section « Dividendes » du Rapport Annuel.

CHANGEMENTS IMPORTANTS

Pour une description de certaines évolutions intervenues depuis la date de clôture des comptes annuels qui figurent dans ce rapport annuel, vous pouvez vous reporter à la Partie V « États Financiers Consolidés » – Note 31 « Événements postérieurs à la clôture » du Rapport Annuel.

