

GROUPAMA

Présentation de l'Embedded Value 2007

SOMMAIRE

<i>Introduction</i>	3
<i>Périmètre inclus dans le calcul de la valeur de portefeuille</i>	4
<i>Principales modifications par rapport à l'EV 2006</i>	4
<i>Résultats Agrégés (France & International)</i>	5
<i>Résultats France</i>	6
Analyse de création de valeur sur le périmètre France	6
Valeur de portefeuille – Périmètre France	7
Valeur de la production nouvelle- Périmètre France	8
Sensibilités- Périmètre France	8
<i>Résultats International</i>	10
Valeur de portefeuille – Périmètre international	10
Valeur de la production nouvelle- Périmètre international	11
Sensibilités- Périmètre international	11
<i>Réconciliation EV / fonds propres consolidés</i>	12
<i>Méthodologie et hypothèses</i>	13
ANR	13
Equivalent certain	13
Coût des options et garanties financières	14
Approche risque neutre	15
Coût du Capital / Prise en compte des risques non financiers	16
Valeur de la production nouvelle	16
Analyse de création de valeur	17
Hypothèses	18
<i>Opinion B&W Deloitte</i>	21

Introduction

Groupama calcule une Embedded Value (EV) sur le périmètre "Assurance de la personne" de Groupama SA sur le périmètre France et international, en cohérence avec les principes du CFO Forum sur la plus grande partie du périmètre.

L'EV est composée des deux éléments suivants :

- ANR

L'Actif Net Réévalué correspond, au sens du CFO Forum, à la valeur de marché des actifs en représentation des fonds propres et autres réserves revenant aux actionnaires de Groupama. L'ANR au 31/12/2007 est composé des fonds propres, de certaines provisions à caractère de réserve, du montant des plus-values latentes en représentation des fonds propres, de la quote-part de plus-values latentes en représentation des contrats non modélisés non participants nette des frais de holding. Ceux-ci correspondent à la valeur actuelle de la part des frais de holding de Groupama SA imputable aux activités Vie du groupe.

- La valeur de portefeuille

Elle correspond à la valeur actuelle des profits futurs projetés sur la durée de vie des contrats en portefeuille, nets du coût des options et garanties financières, du coût du capital et des risques non financiers.

La valeur de portefeuille est composée des éléments suivants :

- La valeur du portefeuille sans prime de risque, équivalent certain (EC), qui correspond à la valeur actuelle des résultats futurs générés par les polices en cours à la date de l'évaluation et calculés selon les modalités suivantes :
 - Utilisation d'hypothèses non économiques *best estimate* issues pour la plupart d'études statistiques effectuées sur les portefeuilles de contrats de Groupama ;
 - Détermination des taux de rendement projetés en ne considérant aucune prime de risque sur les actifs ;
 - Actualisation de l'ensemble des flux futurs sur la base de la courbe des taux swap au 31/12/2007.
- La valeur temps des options et garanties financières correspondant au « prix du risque » de déviation financière par rapport au scénario ayant servi à calculer la valeur intrinsèque, calculée par différence entre :
 - la valeur stochastique des résultats futurs des contrats ("Valeur de Marché du Portefeuille"), et
 - l'Equivalent Certain ou valeur du portefeuille sans primes de risque (EC)
- Le coût du capital

Groupama a retenu une immobilisation de capital à hauteur de 100% de la marge de solvabilité minimum imposée par la réglementation européenne actuellement en vigueur (solvabilité I). Ce capital requis engendre un coût de frottement pour les actionnaires dans la mesure où son immobilisation conduira l'entreprise à payer des frais de gestion financière et de l'impôt sur les sociétés.

- Le coût des risques non financiers

Au titre des risques opérationnels, une prime de risque complémentaire a été incluse dans le calcul du coût d'immobilisation de la marge de solvabilité.

En outre les portefeuilles de contrats comportant des risques techniques sont exposés à des facteurs de risques non pris en compte par ailleurs. Ces facteurs de risque consistent entre autres en des évolutions adverses des hypothèses de sinistralité (mortalité, morbidité, longévité,...). Une prime de risque supplémentaire sur l'ensemble de ces contrats a ainsi été ajoutée.

Le cumul de ces deux primes de risques (pour les risques opérationnels et les risques techniques) constitue la prime de risque complémentaire retenue dans le coût du capital et destinée à valoriser le coût des risques non financiers.

1. Périmètre inclus dans le calcul de la valeur de portefeuille

Groupama calcule une EV sur l'activité « Assurance de la personne » en France et à l'international, y compris sur l'activité santé.

Périmètre France

Le périmètre valorisé représente 91% des provisions techniques vie France.

Le portefeuille « santé » a également été intégré, comme l'an dernier, dans le périmètre de modélisation.

Périmètre International

En 2007, les portefeuilles vie de l'ensemble des filiales internationales ont été valorisés selon les principes du CFO Forum, à l'exception de ceux de la Turquie (approche traditionnelle) et des filiales récemment acquises, Groupama Phoenix et Nuova Tirrena (non valorisées).

S'agissant de la filiale turque, le portefeuille vie a été évalué en approche traditionnelle en considérant des hypothèses de rendement financiers correspondant au taux sans risque du 31 décembre 2007 et en incluant dans le taux d'actualisation des primes de risques au titre des risques financiers et non financiers.

Le périmètre modélisé s'établit ainsi à 91% des provisions techniques vie à l'international en excluant les filiales Groupama Phoenix et Nuova Tirrena.

En 2007, la totalité du portefeuille « santé » (collective et individuelle) sur l'international (hors Groupama Phoenix et Nuova Tirrena) a également été valorisée.

2. Principales modifications par rapport à l'EV 2006

Hypothèses

Pour le référentiel de taux sans risque, la courbe des taux swaps a remplacé la courbe de taux OAT.

Périmètre

Accroissement du périmètre modélisé (cf. paragraphe précédent).

Calculs complémentaires

En terme de sensibilité, deux calculs complémentaires ont été effectués : +25% sur la volatilité taux et +25% sur la volatilité actions et immobilier.

3. Résultats agrégés (France & International)

<i>En millions d'euros</i>	France	International	Total
Actif Net Réévalué	2 377,5	226,2	2 603,7
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	3 260,6	180,8	3 441,4
Valeur temps des options financières	-494,5	-36,1	-530,6
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-397,1	-11,6	-408,7
Coût des risques non financiers	-93,1	-3,7	-96,8
Valeur de portefeuille	2 275,9	129,3	2 405,2
Embedded Value	4 653,4	355,6	5 009,0

<i>En millions d'euros</i>	France	International	Total
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	102,0	14,6	116,6
Valeur temps des options financières	-22,2	-0,9	-23,1
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-23,9	-2,1	-26,0
Coût des risques non financiers	-4,2	-0,5	-4,7
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	51,7	11,2	62,9

APE	403,1	129,8	532,9
NBV/APE	12,8%	8,6%	11,8%
PVNBP	3 519,6	560,4	4 080,0
NBV/PVNBP	1,5%	2,0%	1,5%

Primes APE : 10% des primes uniques et 100 % des primes périodiques.

Ratio APE : valeur des affaires nouvelles divisée par les primes APE. Il s'agit d'un indicateur de profitabilité des affaires nouvelles couramment utilisé.

PVNBP : VAN primes correspondant à la valeur actuelle des primes futures générées par la nouvelle production.

4. Résultats France

▪ Analyse de création de valeur sur le périmètre France

<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur de portefeuille	EV
Valeur au 31/12/2006	2 528,2	1 933,3	4 461,5
<i>Changements de périmètre et de modélisation</i>	4,9	227,2	232,1
Valeur au 31/12/2006 après ajustements	2 533,2	2 160,4	4 693,6
<i>Effet du décalage d'un an</i>	218,3	(73,0)	145,4
<i>Écarts d'expérience non économiques</i>	(131,0)	138,1	7,1
<i>Changements d'hypothèses non économiques</i>	0,0	(136,4)	(136,4)
<i>Contribution de la nouvelle production</i>	(45,2)	96,9	51,7
Résultat de l'activité opérationnelle	42,1	25,6	67,7
Résultat lié à l'environnement économique	74,7	89,6	164,3
<i>Dividendes payés au titre de l'exercice 2006</i>	(272,4)	0,0	(272,4)
Valeur au 31/12/2007	2 377,5	2 275,9	4 653,4

Le rendement total de l'EV en 2007 s'établit à 5% avant distribution du dividende.

La variation liée au changement de périmètre et de modélisation correspond essentiellement à l'impact du passage au taux swap (au 31.12.06 : taux OAT 10 ans de 4,02%, taux swap 10 ans de 4,25%).

Les écarts d'expérience non économiques sont essentiellement dus aux deux effets suivants :

- Application à 100% dans les comptes 2007 des nouvelles tables de mortalité par génération et par sexe pour certains contrats du groupe. L'effet négatif sur l'actif net du passage aux nouvelles tables est contrebalancé par un effet positif sur la valeur de portefeuille.
- Frais exceptionnels non modélisés en EV.

Un projet de refonte des différents outils de gestion vie du groupe est actuellement en cours. Ce projet va engendrer des coûts d'implémentation et de migration des portefeuilles au cours des prochaines années, qui seront compensés par des gains de productivité sur chacune des entités.

Les principes du CFO Forum ne permettant pas de prendre en compte les gains de productivité, l'approche retenue a consisté à ne prendre en compte ni les charges relatives à ce projet, ni les gains de productivité attendus à la suite de son déploiement.

Les changements d'hypothèses non économiques correspondent à des revues d'hypothèses techniques dans l'EV 2007.

Les résultats liés à l'environnement économique sur l'ANR s'élèvent à 74,7M€. Ce résultat est expliqué par l'utilisation dans l'équivalent certain d'un taux sans risque inférieur au

rendement réel du portefeuille (pour environ 50M€), le solde étant expliqué par les écarts d'imposition sur le résultat social.

Les résultats liés à l'environnement économique sur la valeur du stock de contrats s'élevèrent à 89,6M€.

Le changement des hypothèses économiques a un impact d'environ 231M€ sur l'équivalent certain. Cependant, la hausse de la volatilité actions conduit à constater une augmentation du coût des options.

▪ **Embedded Value – Périmètre France**

<i>En millions d'euros</i>	31 décembre 2007	31 décembre 2006	Variation (Euros)	% de Variation
Actif Net Réévalué	2 377,5	2 528,3	-150,8	-6,0%
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	3 260,6	2 791,3	469,3	16,8%
Valeur temps des options financières	-494,5	-415,7	-78,8	19,0%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-397,1	-343,6	-53,5	15,6%
Coût des risques non financiers	-93,1	-98,8	5,7	-5,8%
Valeur de portefeuille	2 275,9	1 933,3	342,6	17,7%
Embedded Value	4 653,4	4 461,6	191,8	4,3%

L'EV croît de 4 461,6M€ à 4 653,4M€ entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007.

L'ANR décroît de 6%. Cette évolution est essentiellement expliquée par le paiement du dividende 2006 et la diminution des plus-values latentes obligataires (suite à la remontée des taux).

La valeur de portefeuille augmente de 342,6M€ (+17,7%) entre 2006 et 2007 :

- l'équivalent certain croît de 16,8% essentiellement suite au changement de référentiel de taux sans risque et à l'augmentation des taux d'intérêts ;
- le coût d'immobilisation de la marge de solvabilité, correspondant au frottement fiscal, augmente de 15,6% suite à l'augmentation du niveau des taux ;
- le coût des options augmente de 19%, essentiellement suite à la hausse des volatilités actions observées sur les marchés.

▪ **Valeur de la Production Nouvelle- Périmètre France**

En millions d'euros	31 décembre 2007	31 décembre 2006	Variation (M€)	% de Variation
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	102,0	82,7	19,3	23,3%
Valeur temps des options financières	-22,2	-15,1	-7,1	47,0%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-23,9	-20,5	-3,4	16,6%
Coût des risques non financiers	-4,2	-4,3	0,1	-2,3%
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	51,7	42,9	8,8	20,5%

APE	403,1	417,4	-14,3	-3,4%
NBV/APE	12,8%	10,3%	2,5 points	
PVNBP	3 519,6	3 631,3	-111,7	-3,1%
NBV/PVNBP	1,5%	1,2%	0,3 point	

La valeur de la Production Nouvelle augmente de 20,5% entre 2006 et 2007 essentiellement suite au report de la production vers des produits à plus forte rentabilité.

▪ **Sensibilités**

Définition des sensibilités

Pour la Production Nouvelle, les sensibilités aux marchés financiers sont supposées être appliquées juste avant le moment de la vente des contrats. La sensibilité donne la valeur de la Production Nouvelle 2007 si les conditions de marché au moment de la vente avaient été celles correspondant au scénario de sensibilité étudié.

Les sensibilités effectuées sur la totalité du périmètre sont les suivantes :

Sensibilités financières

- Courbe des taux +/- 100 bp :

Cette sensibilité correspond à une hausse/baisse parallèle (translation) de la courbe des taux de 100 points de base en début de projection. Cette sensibilité implique la réévaluation de la valeur de marché des obligations, des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actif de 100 points de base et, conformément aux guidance du CFO Forum, l'ajustement des taux d'actualisation.

- Baisse des actions et de l'immobilier de -10% :

Cette sensibilité correspond à une baisse instantanée en début de projection du niveau des indices actions et immobilier de 10%.

- Hausse de la volatilité des rendements action et immobilier de 25%

Cette sensibilité correspond à une augmentation instantanée en début de projection du niveau de volatilité actions et immobilier de 25%.

- Hausse de la volatilité des taux de 25%

Cette sensibilité correspond à une augmentation instantanée en début de projection du niveau de volatilité sur les swaptions.

Sensibilités non financières

- Taux de mortalité - 5 %

La sensibilité sur la mortalité est présentée en distinguant la sensibilité de la mortalité sur les contrats de rente et les autres contrats (temporaires décès).

- Autre sinistralité - 5 %

Cette sensibilité présente les variations de valeur dans un scénario pour lequel les ratios de sinistres à primes sur la prévoyance (hors temporaire décès) et la santé diminuent de 5%.

- Taux de chute - 10%

Cette sensibilité correspond à une diminution du taux de rachat de 10%.

- Frais + 10%

Cette sensibilité correspond à une diminution des frais d'administration et de gestion (hors commissions et frais d'acquisition).

Sensibilités financières de l'EV – Périmètre France

<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur de portefeuille	EV	EV
Valeur centrale	2 377,5	2 275,9	4 653,4	4 653,4
	(A) Δ ANR	(B) Δ Valeur de portef	(A+B) Δ EV	Δ EV (%)
Impact de la hausse de la courbe des taux de 100 bp	-106,8	118,5	11,6	0,2%
Impact de la baisse de la courbe des taux de 100 bp	113,7	-385,9	-272,2	-5,8%
Impact de la baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-173,2	-317,3	-490,5	-10,5%
Impact de la hausse de la volatilité des taux de 25%	0	-19,8	-19,8	-0,4%
Impact de la hausse de la volatilité action et immobilier de 25%	0	-281,6	-281,6	-6,1%

Sensibilités non financières de l'EV – Périmètre France

<i>En millions d'euros</i>	Valeur de portefeuille	Valeur de portefeuille
Valeur centrale	2 275,9	2 275,9
	Δ valeur de portefeuille	Δ valeur de portefeuille
Frais d'administration + 10%	- 157,8	- 6,9%
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	28,7	1,3%
Mortalité (rentes) - 5%	-24,3	- 1,1%
Mortalité (autres contrats) - 5%	28,9	1,3%
Autre sinistralité - 5%	125,7	5,5%

Sensibilité de la Production Nouvelle (NBV) – Périmètre France

<i>En millions d'euros</i>	NBV
Valeur centrale	51,7
	Δ NBV
Taux sans risque +100 bp	-0,8
Taux sans risque -100 bp	-5,2
Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-1,5
Volatilité des taux + 25%	-4,8
Volatilité des rendements actions et immobilier +25%	0
Frais d'administration + 10%	-11,1
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	5,2
Mortalité (rentes) -5%	-0,5
Mortalité (autres contrats) -5%	1,8
Autre sinistralité - 5%	13,2

Sur le stock, une baisse des taux d'intérêt fait apparaître une diminution de l'EV. L'augmentation des plus-values latentes obligataires sur les actifs en face des fonds propres ne compense pas la diminution des marges enregistrée avec la baisse des rendements d'actif.

Une augmentation des taux a un impact peu significatif sur la valeur, la décroissance des plus-values latentes obligataires dans l'ANR compensant l'augmentation des marges.

La sensibilité au niveau des marchés actions (rendement et volatilité) traduit l'exposition de Groupama aux marchés actions. Des politiques de désensibilisation du portefeuille actions ont été menées en 2007 afin de réduire cette exposition.

La sensibilité de l'ANR aux différents chocs de marché étudiés provient de la sensibilité des plus-values latentes des actifs en face des fonds propres.

La valeur de la Production Nouvelle diminue sensiblement à la baisse des taux (baisse des marges sur contrats en euros) et très légèrement à la hausse des taux (augmentation des marges sur contrats en euros mais diminution des marges sur les contrats UC ayant une composante obligataire).

5. Résultats International

▪ Embedded Value – Périmètre international ⁽¹⁾

<i>En millions d'euros</i>	Total
Actif Net Réévalué	226,2
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	180,8
Valeur temps des options financières	-36,1
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-11,6
Coût des risques non financiers	-3,7
Valeur de portefeuille	129,3
Embedded Value	355,6

⁽¹⁾ Italie, Espagne, Portugal, Turquie, Royaume-Uni

▪ **Valeur de la Production Nouvelle- Périmètre international** ⁽¹⁾

<i>En millions d'euros</i>	Total
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	14,6
Valeur temps des options financières	-0,9
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-2,1
Coût des risques non financiers	-0,5
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	11,2

APE	129,8
NBV/APE	8,6%
PVNBP	560,4
NBV/PVNBP	2,0%

▪ **Sensibilités- Périmètre international** ⁽¹⁾

Sensibilités financières de l'EV

<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur de portefeuille	EV
Valeur centrale	226,2	129,4	355,6
	(A) Δ ANR	(B) Δ Valeur de portef	(A+B) Δ EV
Impact de la hausse de la courbe des taux de 100 bp	- 4,4	- 9,6	-14,0
Impact de la baisse de la courbe des taux de 100 bp	4,9	2,4	7,3
Impact de la baisse des actions et de l'immobilier de 10%	- 3,6	-6,4	- 10,0
Impact de la hausse de la volatilité des taux de 25%	0	- 3,0	- 3,0
Impact de la hausse de la volatilité action et immobilier de 25%	0	- 3,2	- 3,2

Sensibilités non financières de l'EV

<i>En millions d'euros</i>	EV
Valeur centrale	355,6
	Δ EV
Frais d'administration + 10%	- 11,8
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	4,5
Mortalité (rentes) - 5%	- 0,1
Mortalité (autres contrats) - 5%	5,9
Autre sinistralité - 5%	19,9

⁽¹⁾ Italie, Espagne, Portugal, Turquie, Royaume-Uni

Sensibilités de la Production Nouvelle

<i>En millions d'euros</i>	NBV	NBV
Valeur centrale	11,2	11,2
	Δ NBV	Δ NBV
Taux sans risque +100 bp	1,0	- 15,2%
Taux sans risque -100 bp	-1,7	8,9%
Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	0,0	0,0%
Volatilité des taux + 25%	- 0,3	- 2,7%
Frais d'administration + 10%	-2,4	-21,4%
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	1,1	9,8%
Mortalité (rentes) -5%	0	0,0%
Mortalité (autres contrats) -5%	2,7	24,1%
Autre sinistralité - 5%	4,6	41,1%

6. Réconciliation EV / fonds propres consolidés

Dans le tableau ci-dessous sont présentés les retraitements à apporter à la valeur de portefeuille pour établir la valeur additionnelle non comptabilisée dans les capitaux propres consolidés.

<i>En millions d'euros</i>	2007			2006	Ecart 2006/2007
	International	France	TOTAL	TOTAL	
Valeur de portefeuille	134	2 276	2 410	2 029	381
AFA	-6	-37	-43	-50	7
Plus-values latentes actionnaire comptabilisées dans les fonds propres consolidés	-6	-1 061	-1 067	-1 390	323
Plus-values latentes comptabilisées dans l'ANR	19	373	392	401	-9
VOBA	-27		-27	-33	6
Autres ajustements	7	346	353	26	327
Frais de holding		-161	-161	-105	-56
Valeur additionnelle non prise en compte dans les fonds propres IFRS	121	1 736	1 857	878	979

A l'exception des plus-values latentes immobilières (hors SCI classées en AFS), la quote-part de plus-values latentes revenant à l'actionnaire est comptabilisée dans les fonds propres consolidés et dans la valeur de portefeuille. Ainsi, les plus-values latentes comptabilisées dans les comptes consolidés nettes de PB/IS sont annulées.

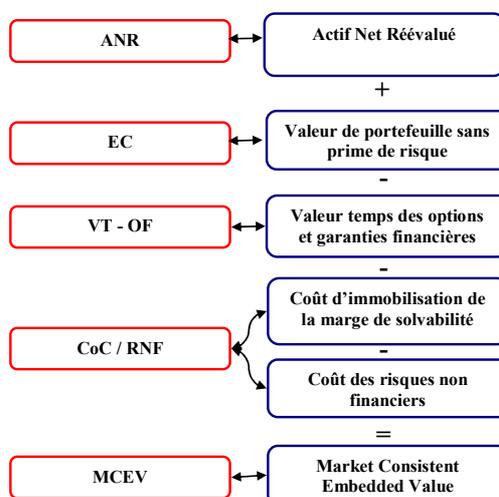
La quote-part de plus-values latentes en face des fonds propres est comptabilisée dans l'ANR et non dans la valeur de portefeuille. Celle-ci doit donc être intégrée aux retraitements.

Les autres ajustements proviennent essentiellement d'écarts entre la valeur nette comptable sociale (vision EV) et la valeur nette comptable consolidée, notamment sur la classe d'actif immobilier.

L'écart entre la valeur additionnelle 2006 et 2007 est expliqué par les différences entre la VNC sociale et la VNC consolidée des actifs immobiliers, qui n'avaient pas été identifiées lors des travaux 2006, par l'augmentation de la valeur de portefeuille et la diminution des plus-values latentes obligataires engendrées par la remontée des taux d'intérêt.

7. Méthodologie et hypothèses

Groupama a retenu la présentation suivante de son Embedded Value :



ANR

L'Actif Net Réévalué (ANR) correspond, au sens du CFO Forum, à la valeur de marché des actifs en représentation des capitaux propres et autres réserves revenant aux actionnaires. L'ANR du Groupe a été calculé par consolidation des fonds propres sociaux réévalués de chaque entité.

De manière analytique, l'ANR au 31/12/2007 est composé des éléments détaillés ci-après :

- les fonds propres retenus avant distribution des dividendes versés en 2008 au titre de l'exercice 2007. La réserve de capitalisation est valorisée pour l'actionnaire sans aucun retraitement fiscal
- les provisions globales dont les risques et/ou les coûts futurs sont pris en compte dans la valeur de portefeuille
- le montant des plus-values latentes en représentation des fonds propres et assimilés et des provisions mathématiques ne bénéficiant d'aucune distribution de participation aux bénéfices (d'un point de vue contractuel et réglementaire)
- Les frais de holding

Ces frais correspondent à la quote-part des frais de holding imputée aux activités d'assurance vie du Groupe (France et international)

Equivalent certain

La valeur du portefeuille sans prime de risque (EC) correspond à la valeur actuelle des résultats futurs générés par les polices en cours à la date de l'évaluation et calculés selon les modalités suivantes :

Le résultat est défini comme étant :

- Au crédit :
 - les primes encaissées
 - les produits financiers
- Au débit :
 - les prestations,
 - les commissions,

- les coûts : frais d'acquisition, d'administration et autres,
 - les dotations/reprises de provisions techniques (y compris la participation aux bénéfiques et les provisions générales),
 - et l'impôt sur les sociétés.
- Utilisation d'hypothèses non économiques *best estimate* issues d'études statistiques effectuées sur les portefeuilles de contrats de Groupama.
 - Détermination des taux de rendement projetés sur la base des principes suivants :
 - **pour les titres obligataires en stock à la date de l'évaluation** : projection des rendements actuariels réels, après élimination des spreads rémunérant le risque de défaut en supposant la détention de chaque titre jusqu'à son échéance,
 - **pour l'ensemble des autres actifs et les nouveaux investissements**: utilisation de la courbe des taux forward sans risque issue des taux swap au 31/12/2007,
 - Actualisation de l'ensemble des flux futurs sur la base de la courbe des taux swap au 31/12/2007.

Il résulte mécaniquement de cette approche que les plus-values latentes obligataires des actifs en représentation des provisions mathématiques sont prises en compte dans les rendements futurs projetés.

L'Equivalent Certain intègre la valeur intrinsèque des options et garanties financières, c'est à dire le coût généré par ces options et garanties financières dans un scénario économique déterministe.

Coût des options et garanties financières

Les contrats français en euro comportent pour la plupart des options et/ou des garanties financières : Taux Minimum Garanti (TMG) couplé avec la participation aux bénéfiques (option de PB), garantie des valeurs de rachat avec prise en compte du comportement "dynamique" des assurés (option de rachat). La caractéristique de ces contrats est l'asymétrie du partage des pertes et profits entre les actionnaires et les assurés selon l'évolution des marchés financiers.

Les contrats en UC ne comportent en revanche aucune option ou garantie financière à l'exception de certaines garanties planchers qui font l'objet d'une provision mathématique selon la réglementation française dans les comptes sociaux. Aucun traitement spécifique n'a été réalisé pour ces garanties, considérant que l'engagement est déjà couvert par cette provision.

Les contrats de prévoyance ne comportent pas non plus d'option financière matérielle (pas d'asymétrie entre actionnaires et assurés).

Les passifs d'assurance ne sont en principe pas échangeables sur un marché organisé ; la Valeur de Marché du Portefeuille ne peut donc être que théorique. Dans l'approche retenue par Groupama, il est supposé que la seule source de risque susceptible d'influencer la Valeur de Marché du Portefeuille est le risque de marché, c'est-à-dire le risque lié à l'évolution des principales variables macro-économiques. En particulier, l'impact éventuel des sources de risque suivantes n'a pas été pris en compte : risque de crédit, risque de liquidité, ou encore risque lié à des déviations adverses des hypothèses Best Estimate utilisées pour modéliser les sorties des contrats. Le risque lié à ces hypothèses Best Estimate est pris en compte par ailleurs dans le coût des risques non financiers.

Les principales options et garanties financières modélisées sont les suivantes :

- les règles de participations aux bénéfices (contractuelles ou réglementaires), qui combinées avec les taux garantis induisent l'asymétrie entre le rendement assuré et le rendement assureur,
- les rachats dynamiques, qui peuvent se déclencher dans des conditions de marché défavorables pour l'assureur.

Les calculs d'options effectués par Groupama couvrent l'option de participation aux bénéfices (née du partage asymétrique des résultats financiers entre l'assureur et les assurés) et l'option de rachat des contrats suivants :

- les contrats d'épargne individuelle en euros,
- les contrats d'épargne retraite individuelle en euros,
- les contrats Grandes Branches dont la participation aux bénéfices et la capacité de rachat des assurés ont été jugés matériels,
- les contrats relevant de l'article 83 du Code Général des Impôts,
- les contrats relevant de l'article L.441 du code des assurances.

Approche risque neutre

Le seul risque influençant la Valeur de Marché du Portefeuille étant le risque de marché, il est naturel d'utiliser les techniques de valorisation couramment utilisées en théorie financière, et en particulier l'approche risque-neutre. Selon cette approche, la Valeur de Marché du portefeuille est égale à la valeur actuelle probable des flux attribuables à l'actionnaire sur toute la durée de projection. Les flux sont projetés dans un univers de probabilités risque-neutre, ce qui signifie que les rendements projetés n'incluent pas de prime de risque et que les flux sont actualisés à l'aide du taux sans risque instantané de chaque scénario économique (assimilé au taux un an).

Les valeurs actuelles probables sont calculées en utilisant la technique des simulations de Monte-Carlo. Les flux futurs sont projetés pour 5,000 scénarios issus du générateur économique Barrie & Hibbert ; l'espérance d'un élément est estimée par la moyenne arithmétique des valeurs de cet élément observées sur les 5000 simulations.

La Valeur de Marché du Portefeuille ainsi calculée correspond à une valorisation 'Market Consistent', c'est-à-dire estimée à l'aide d'un modèle financier qui permet une valorisation des actifs de référence conforme aux prix observés sur les marchés financiers réels. Dans une Embedded Value traditionnelle, le taux d'actualisation est défini "forfaitairement" comme étant la somme du taux sans risque et d'une prime de risque représentant l'ensemble des facteurs de risque pouvant influencer la rentabilité de l'entreprise. Les principes du CFO Forum invitent à moduler cette prime de risque selon le niveau d'exposition au risque et surtout à rendre le taux d'actualisation cohérent avec les autres hypothèses économiques retenues.

La valeur temps des options et garanties financières est calculée par différence entre les montants suivants :

- la valeur stochastique des résultats futurs des contrats ("Valeur de Marché du Portefeuille"), et
- l'Equivalent Certain ou valeur du portefeuille sans prime de risque (EC).

La Valeur de Marché du Portefeuille est égale à la somme, sur toute la durée de projection, des valeurs actuelles probables des éléments suivants :

- les dividendes versés à l'actionnaire nets d'IS

- la part de l'actionnaire dans la réserve de capitalisation résiduelle en fin de projection brute d'IS, de manière cohérente avec le traitement opéré dans l'ANR,
- la part de l'actionnaire dans la provision pour risque d'exigibilité résiduelle en fin de projection nette d'IS,
- la part de l'actionnaire dans les plus ou moins-values latentes résiduelles en fin de projection nette d'IS,

Coût du Capital (CoC) / Prise en compte des risques non financiers

Groupama a retenu une immobilisation de capital à hauteur de 100% de la marge de solvabilité minimum imposée par la réglementation européenne actuellement en vigueur (solvabilité I). Ce capital requis génère un coût de frottement pour les actionnaires dans le sens où son immobilisation conduira l'entreprise à payer des frais de gestion financière et surtout des taxes (Impôt sur les Sociétés sur les produits financiers générés).

Au titre des risques opérationnels, une prime de risque supplémentaire de 25 bp a été incluse dans le calcul du coût d'immobilisation de la marge de solvabilité.

En outre, les portefeuilles de contrats comportant des risques techniques sont exposés à des facteurs de risques non pris en compte par ailleurs. Ceux-ci consistent entre autres en des évolutions adverses des hypothèses de sinistralité (mortalité, morbidité, longévité,...). Une prime de risque supplémentaire de 50 bp sur l'ensemble de ces contrats a donc été ajoutée.

Le cumul de ces deux primes de risques (25 bp pour les risques opérationnels et 50 bp pour les risques techniques) constitue la prime de risque complémentaire retenu dans le coût du capital et destinée à valoriser le coût des risques non financiers.

Valeur de la Production Nouvelle

La valeur d'une année de Production Nouvelle est considérée comme un indicateur de l'évolution probable de l'Embedded Value. Elle a pour objectif d'évaluer la contribution d'une année de production à l'enrichissement de la société. Elle est en général analysée comme la différence des deux éléments suivants :

- la valeur de la Production Nouvelle commercialisée l'année précédant la date d'évaluation
- le coût de portage de la marge de solvabilité réglementaire relative au portefeuille des polices nouvelles souscrites durant cette année
- Le coût des risques non financiers

A l'exception des rendements futurs, la méthodologie et les hypothèses retenues sont les mêmes que celles retenues pour valoriser le stock de contrats en portefeuille.

Il convient de noter que la valeur de la Production Nouvelle a été calculée en utilisant des actifs constitués de nouveaux investissements (approche dite "stand alone"), c'est-à-dire sans utilisation :

- du stock de plus-values latentes initiales (quelle qu'en soit la nature),
- des fonds de participation aux bénéfices présents à la date de l'évaluation.

La stratégie de participation aux bénéfices a été adaptée à cet environnement financier (absence de richesse latente initiale). L'hypothèse sous-jacente est que l'environnement concurrentiel de Groupama subirait la même contrainte d'absence de richesse latente initiale.

Les projections réalisées pour estimer la valeur d'une année de Production Nouvelle correspondent au profil des affaires souscrites durant l'année 2007 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2007.

Concernant l'affectation des versements entre la nouvelle production et le stock de contrats, les principes suivants ont été appliqués :

- Pour les contrats d'épargne en euros et en UC seules les primes périodiques ont été intégrées au stock (l'ensemble des versements ultérieurs sur contrats existants est considéré comme de la nouvelle production).
- Pour les contrats de prévoyance (couvrant la prévoyance individuelle, la santé et les contrats de type "Grande Branche") et les contrats d'assurance des emprunteurs, les primes périodiques ont été intégrées dans la valeur du stock. Ainsi, seuls les nouveaux contrats (ou assurés pour l'assurance des emprunteurs) sont considérés dans la nouvelle production.
- Pour les contrats de retraite collective Article 83 et les contrats de type L.441, les primes périodiques ont été intégrées dans la valeur du stock (i.e seuls les nouveaux contrats collectifs sont considérés dans la nouvelle production).
- Pour les contrats de retraite collective Article 39 standard, aucune prime future n'a été projetée dans le stock (i.e l'ensemble des versements ultérieurs sur contrats existants est considéré comme de la nouvelle production).

Analyse de création de valeur

Conformément au principe 12 du CFO Forum, Groupama a mis en place un état d'analyse de création de valeur permettant d'expliquer l'évolution de l'Embedded Value entre deux exercices.

Les principaux postes de cet état sont détaillés ci-après.

Le premier poste (changements de périmètre et de modélisation) comprend l'ensemble des ajustements initiaux correspondant à des évolutions de modèle. Cette année, l'effet le plus sensible est l'utilisation de la courbe des taux swap en lieu et place de la courbe des taux zéro-coupon.

Résultat de l'activité opérationnelle

Le poste " Résultat de l'activité opérationnelle" mesure l'impact :

- de l'effet du décalage d'un an de l'EV de l'année précédente,
Ce poste mesure le simple effet de l'écoulement du temps sur l'EV. Le taux d'actualisation utilisé pour mesurer l'effet du décalage d'un an sur la valeur de portefeuille sans prime de risque (ou Equivalent Certain) et sur le coût du capital correspond à l'hypothèse de taux sans risque utilisée au 31/12/2006. S'agissant de l'analyse de création de valeur de la valeur temps des options et garanties financières, la Valeur de Marché du portefeuille attendue un an plus tard n'a pas été déduite à partir d'un taux d'actualisation implicite mais en considérant la valeur actuelle probable des flux distribuables à l'actionnaire un an plus tard.
- de l'écart entre les hypothèses utilisées au 31/12/2006 pour l'évolution des facteurs de risque non économiques (tels que les frais, la mortalité, la morbidité, les chutes,...) sur l'exercice 2007 et l'évolution réelle de ces facteurs sur la même période,
- du changement des hypothèses relatives à l'ensemble des facteurs de risque non économiques,
- la contribution de la production nouvelle 2007.

Résultat lié à l'évolution de l'environnement économique

Le poste "Résultat lié à l'évolution de l'environnement économique" mesure l'impact, sur l'EV :

- de l'écart d'expérience entre les rendements financiers projetés l'année écoulée et les rendements financiers constatés,
- et de l'évolution de tout changement sur les hypothèses prospectives d'évolution des facteurs de risque économiques (rendements futurs projetés, scénarios économiques stochastiques).

Hypothèses

- **Hypothèse de taux d'actualisation et de taux de rendement**

Le principe 10 du CFO Forum invite les entreprises à retenir des hypothèses économiques cohérentes pour la valeur des résultats futurs et la valeur temps des options et garanties financières. Groupama a appliqué ce principe de la manière suivante :

- pour le calcul de l'Equivalent Certain, aucune prime de risque n'est retenue dans les rendements financiers de marché futurs projetés (égaux aux taux forward 1 an déduits de la courbe des taux swap au 31/12/2007),
 - Pour le calcul de la valeur temps des options et garanties financiers, la courbe des taux swap au 31/12/2007 a été retenue pour calibrer le modèle économique.

Le tableau suivant présente la courbe de taux retenue pour les calculs stochastiques :

Maturity	Swap yield curve at 31.12.07
1	4,44%
2	4,49%
3	4,53%
5	4,61%
7	4,67%
10	4,75%
15	4,84%
20	4,88%
25	4,90%
30	4,90%

Les simulations stochastiques sont effectuées sur la base de 5,000 scénarios issus du générateur économique Barrie & Hibbert.

Le générateur économique utilisé pour produire ces simulations permet de produire sur 40 ans :

- l'évolution d'un indice action et du taux de dividende : le rendement de cet indice est décrit à l'aide d'un modèle log-normal à structure de volatilité déterministe,
- l'indice des prix à la consommation,
- les courbes des taux swap sans risque nominaux pour les maturités entières comprises entre 1 an et 30 ans : cette courbe est décrite à l'aide du modèle de Black-Karasinski à deux facteurs

- les courbes des taux réels swap sans risque pour les maturités entières comprises entre 1 an et 30 ans : cette courbe est décrite à l'aide du modèle de Vasicek à deux facteurs,
- l'évolution d'un indice immobilier et du taux de loyer associé : le rendement de cet indice est décrit à l'aide d'un modèle log-normal à volatilité constante.

- **Calibration du modèle de taux**

La courbe initiale utilisée pour calibrer le modèle de taux nominaux est la courbe des taux swap au 31/12/2007. La courbe initiale utilisée pour le calibrage du modèle de taux réels a été extrapolée à partir des prix, au 31/12/2007, d'un panier d'obligations du Trésor indexées sur l'inflation.

Les paramètres de volatilité ont été estimés en utilisant la structure de volatilités implicites observable sur les marchés financiers au 31/12/2007 à partir des prix de swaptions "forward at-the-money" (c'est-à-dire dont le prix d'exercice correspond au taux forward pour la maturité correspondante). Le panier de swaptions utilisé pour la calibration est composé d'options d'échéance 1 à 30 ans et portant sur des swaps de durée 5, 10 et 20 ans.

- **Calibration du modèle d'actions**

Les paramètres de volatilité du modèle actions ont été calibrés en utilisant la moyenne de la structure de volatilités implicites observable sur les marchés financiers en 2007 à partir de prix d'options de ventes (puts) sur l'indice Eurostoxx.

Les hypothèses de volatilité actions et taux considérées pour le calibrage des scénarios économiques sont les suivantes :

Volatilités cibles					
Actions			Swaptions 20 ans		
1yr	2yr	30yr	5yr	10yr	20yr
18,80%	19,20%	29,50%	11,30%	10,80%	9,75%

- **Calibration du modèle immobilier**

En l'absence de marchés liquides des produits dérivés ayant comme sous-jacent l'immobilier, les paramètres de volatilité utilisés pour la calibration du modèle immobilier ont été basés sur la volatilité historique sur l'IPD d'un panel de pays Européens. La volatilité immobilier est considérée constante et s'établit à 15%.

- **Politique de participation aux bénéfices et marges financières**

La politique de participation aux bénéfices est conforme aux objectifs et pratiques de chacune des entités. Ainsi, les produits financiers distribués correspondent à la quote-part de produits financiers historiquement distribuée aux assurés sans que ce montant ne puisse être inférieur aux intérêts techniques et aux montants de dotation contractuelle ou réglementaire.

Dans le modèle de valorisation des coûts d'options, une participation aux bénéfices commerciale cible est définie pour chacun des produits. Cette participation cible reflète le taux attendu par les assurés dans les différents environnements de marché et la non atteinte de la cible est sanctionnée par des rachats complémentaires. Cette composante complémentaire permet de prendre en compte la possibilité qu'ont les assurés de racheter leurs contrats si la rémunération servie ne leur paraît pas satisfaisante.

- **Allocation d'actifs**

L'allocation initiale correspond à l'allocation au 31.12.07 sur chacun des portefeuilles d'actif valorisés.

Dans le modèle de coûts des options et garanties financières, l'allocation en actifs non obligataires décroît en fonction de la durée des passifs.

L'allocation initiale en valeur de marché sur les portefeuilles est de 75%/20%/5% sur la France et de 92%/6%/1% sur l'international respectivement sur produits de taux/actions/immobilier.

- **Frais**

Conformément aux principes du CFO Forum, aucun gain de productivité n'a été pris en compte dans les valeurs de portefeuille. En conséquence, les charges liées à des projets exceptionnels qui aboutiront à des gains de productivité n'ont pas été projetés.

Les écarts engendrés par la non prise en compte de ces frais dans l'EV apparaissent dans les écarts d'expérience non économiques de l'analyse de création de valeur.

- **Frais de holding**

Une quote-part de ces frais a été imputée aux activités d'assurance vie du Groupe (France et international). La règle d'affectation est basée sur la marge brute générée par les différentes activités.

- **Traitement de l'impôt**

Pour l'ensemble des projections de résultats du stock et de la nouvelle production, Groupama a appliqué un taux d'imposition de 34.43% sur le périmètre France et les taux par pays de 32,3% sur l'Italie, de 20% sur la Turquie, de 26,5% sur le Portugal, de 30% sur l'Espagne et de 28% sur l'Angleterre.

Des retraitements ont été effectués afin de tenir compte des spécificités d'imposition non prises en compte par ailleurs dans les calculs d'EV. Ces retraitements sont de deux ordres :

- Prise en compte du régime fiscal accordé aux participations stratégiques :

Une part significative des plus values R.332-20 relève d'un régime fiscal spécifique accordé aux participations stratégiques. Ce régime conduit à retenir un taux d'impôt réduit à 1.72%. L'économie fiscale ainsi constatée a été intégrée à l'EV.

- Autres retraitements fiscaux :

Certaines provisions et autres plus-values (fonds de stabilité, provisions globales de gestion, fonds de revalorisation,...) ayant déjà supporté l'impôt, ont été intégrées dans l'EV et taxées à 34.43%. Afin d'éviter un double comptage de l'impôt, un retraitement a donc été réalisé.

8. Opinion B&W Deloitte

" B&W Deloitte a procédé à la certification de l'Embedded Value de Groupama au 31/12/2007. Dans ce cadre, nous avons effectué une revue de la valeur du portefeuille de contrats de Groupama au 31 décembre 2007, telle que calculée en interne selon les directives et sous la responsabilité du management. Notre revue a couvert la méthodologie appliquée, les hypothèses retenues et les calculs effectués.

Notre revue a été menée conformément aux pratiques et aux procédures actuarielles communément utilisées. Nous nous sommes en particulier appuyés sur les données fournies par Groupama sans chercher à les vérifier de façon exhaustive.

À la lumière des remarques précédentes, nous considérons que la méthodologie retenue est conforme aux pratiques du marché et aux principes du CFO Forum (à l'exception de la filiale en Turquie pour laquelle un calcul d'Embedded Value traditionnel a été effectué), que les hypothèses émises par le management de Groupama sont globalement raisonnables et cohérentes, et que les résultats des calculs d'Embedded Value ont été produits en accord avec la méthodologie retenue par le management de Groupama et les hypothèses émises.

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses basées sur l'état des marchés financiers, sur la gestion opérationnelle, la fiscalité, et d'autres facteurs dont la plupart ne sont pas directement sous le contrôle de Groupama. Bien que les hypothèses retenues soient des estimations que Groupama et B&W Deloitte jugent raisonnables, il sera normal de constater un écart entre les hypothèses projetées et la réalisation de celles-ci dans le futur. De telles variations sont susceptibles de modifier significativement la valeur."