

Groupama

Présentation
de l'European Embedded Value 2010



SOMMAIRE

INTRODUCTION	3
1. PRINCIPALES MODIFICATIONS PAR RAPPORT A L'EEV 2009	5
2. RESULTATS	6
3. RECONCILIATION EEV / FONDS PROPRES CONSOLIDES	16
4. METHODOLOGIE ET HYPOTHESES	17
ANR	17
EQUIVALENT CERTAIN	17
COUT DES OPTIONS ET GARANTIES FINANCIERES	18
APPROCHE RISQUE NEUTRE	19
COUT DU CAPITAL (CoC) / PRISE EN COMPTE DES RISQUES NON FINANCIERS	20
VALEUR DE LA PRODUCTION NOUVELLE	20
ANALYSE DE CREATION DE VALEUR	21
HYPOTHESES	22
5. OPINION MILLIMAN	26

INTRODUCTION

Groupama calcule depuis le 31/12/2006 une European Embedded Value (EEV) sur le périmètre "Assurance de la personne" France et International du groupe en cohérence avec les principes du CFO Forum. L'EEV 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 sociaux et autres réserves revenant aux actionnaires de Groupama. L'ANR au 31/12/2010 est composé des fonds propres sociaux, du montant des plus ou moins-values latentes en représentation des fonds propres, de la quote-part de plus ou moins-values latentes en représentation des contrats non modélisés non participants nette d'actifs incorporels et de 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, nette 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 par rapport aux emprunts d'états ;*
 - *actualisation de l'ensemble des flux futurs sur la base d'une courbe des taux de référence correspondant à une courbe des taux gouvernementaux composites augmentée d'une prime de liquidité.*
- **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 appliqué aux produits financiers sur cette marge.

- **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. PRINCIPALES MODIFICATIONS PAR RAPPORT A L'EEV 2009

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

Elargissement du périmètre

En 2010, les rentes en service, issues des contrats de retraite articles 83 et articles 39 du périmètre France, ont été ajoutées au périmètre de valorisation des coûts d'options et garanties financières.

Analyse de création de valeur

En 2009, le périmètre de calcul sur la France avait été élargi à Groupama Asset Management ainsi qu'aux filiales roumaine (Groupama Asigurari) et hongroise (Groupama Garancia Biztosito) sur l'international. Pour l'EEV 2010, une analyse de création de valeur a été réalisée sur ces entités.

Ajustement de la courbe des taux sans risque de référence

La courbe de taux sans risque de référence a été construite en pondérant les courbes des taux d'état par le poids des obligations souveraines en portefeuille, et ce afin de prendre en compte le décalage au 31/12/2010 entre le spread des principales dettes gouvernementales et leur risque de crédit sous jacent.

La courbe des taux gouvernementaux composite ainsi obtenue est rehaussée d'une prime de liquidité afin de tenir compte dans les calculs de l'existence d'une décote liée à l'illiquidité dans les valorisations obligataires. La courbe des taux composite et la prime de liquidité ont été appliquées sur l'ensemble des filiales excepté la Hongrie, la Roumanie, la Turquie et la Grèce sur lesquelles des courbes pays ont été considérées.

Les méthodologies de détermination de la prime de liquidité n'ont pas été modifiées par rapport à celles retenues dans l'EEV 2009.

La prime de liquidité a été estimée à partir de la différence entre deux indicateurs de rémunération du risque de défaillance des émetteurs :

- Un indicateur du spread constaté sur le marché obligataire qui inclut donc la décote d'illiquidité
- Un indicateur établi à partir des primes des CDS qui n'intègrent pas cette décote
- Amortissement de la prime de liquidité à partir de 15 ans pour s'annuler au-delà de 20 ans

Cette prime de liquidité « marché » est ensuite pondérée par la part des obligations corporates en portefeuille. La prime de liquidité ainsi établie, prise en compte dans les calculs d'EEV 31/12/10, s'élève à 16 points de base.

2. RESULTATS

■ Analyse de création de valeur sur le périmètre agrégé (France et International)

<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur de portefeuille	EEV
Valeur au 31/12/2009	3 005,3	1 170,6	4 175,9
<i>Changements de périmètre et de modélisation</i>	-6,0	-172,5	-178,5
Valeur au 31/12/2009 après ajustements initiaux	2 999,3	998,2	3 997,5
<i>Contribution de la production nouvelle</i>	-95,7	124,1	28,4
<i>Contribution attendue</i>	304,7	27,7	332,4
<i>Écarts d'expérience non économiques</i>	24,7	-101,5	-76,8
<i>Changements d'hypothèses non économiques</i>	0,0	104,1	104,1
Résultat de l'activité opérationnelle	233,6	154,5	388,1
Résultat lié à l'environnement économique	-284,8	-458,9	-743,7
Résultat de l'EEV	-51,2	-304,4	-355,6
<i>Mouvements de capitaux</i>	-360,8	0,0	-360,8
<i>Effet dû aux variations de taux de change</i>	0,2	-0,4	-0,2
Valeur au 31/12/2010	2 587,5	693,4	3 280,8
Résultat de l'activité opérationnelle	7,8%	15,5%	9,7%
Résultat de l'EEV	-1,7%	-30,5%	-8,9%

Le résultat de l'activité opérationnel s'élève à +9.7%. Ce résultat intègre la contribution de la production nouvelle 2010 (28.4M€). Le rendement total de l'EEV en 2010 s'établit à -8.9% avant mouvements de capitaux, après prise en compte des effets dus aux variations de taux de change et de détention des filiales.

La variation liée à l'élargissement du périmètre de modélisation et aux ajustements de modèle s'établit à -178.5M€.

La contribution de la production nouvelle correspond à la valeur de la production 2010 valorisée avec les hypothèses 2010.

La contribution attendue correspond à l'effet du décalage d'un an calculé sur la base d'un taux d'actualisation implicite.

Les écarts d'expérience non économiques de -76,8M€ se décomposent comme suit :

- Amélioration de la sinistralité en France sur les portefeuilles prévoyance
- Impact global positif d'opérations de restructuration sur le portefeuille obligataire conduisant à une augmentation de l'ANR avec une faible contrepartie sur la valeur de portefeuille
- Impact négatif de la réforme de retraite ayant conduit à un renforcement des provisions

D'autres mouvements neutres sur l'EEV 2010 ont conduit à des transferts de richesse de la valeur de portefeuille vers l'ANR.

Les changements d'hypothèses non économiques de +104,1M€ s'expliquent par l'augmentation de la capacité de prélèvement contractuel sur le périmètre France ainsi que par une amélioration de la sinistralité des portefeuilles santé à l'international.

Les résultats liés à l'environnement économique sur l'EEV s'établissent à -743,7M€. Cet impact négatif est essentiellement expliqué par la charge de l'exit tax sur la réserve de capitalisation, la diminution des plus ou moins latentes des actifs obligataires et par la revue à la hausse des contraintes de participations aux bénéficiaires dans les modèles de valorisation en cohérence avec la revue du référentiel de taux.

Les mouvements de capitaux correspondent aux dividendes 2009 versés en 2010.

▪ European Embedded Value – Périmètre Agrégé (France et International)

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009 ajustements initiaux	31/12/2009	Var	Var %
Actif Net Réévalué	2 587,5	2 999,3	3 005,3	-411,9	-13,7%
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	2 762,5	2 288,6	2 441,7	473,9	20,7%
Valeur temps des options financières	-1 468,3	-780,8	-763,3	-687,5	-88,0%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-488,2	-392,1	-388,9	-96,1	-24,5%
Coût des risques non financiers	-112,5	-117,4	-118,8	4,9	4,2%
Valeur de portefeuille	693,4	998,2	1 170,6	-304,8	-30,5%
Embedded Value	3 280,8	3 997,5	4 175,9	-716,7	-17,9%

L'European Embedded Value 2010 périmètre agrégé France et international s'établit à 3 280,8 M€, dont 2 587,5 M€ sur l'ANR et 693,4 M€ sur la valeur de portefeuille.

L'ANR diminue de -13,7%. Cette évolution est essentiellement expliquée par les éléments suivants :

- *Le paiement d'une taxe exceptionnelle sur la réserve de capitalisation (Exit tax).*
- *un résultat 2010 inférieur au dividende payé au titre de 2009*
- *La diminution des plus ou moins values latentes obligataires*

La valeur de portefeuille est en baisse de 304,8 M€ (-31% entre 2009 et 2010).

- *L'augmentation de l'équivalent certain de 21% est largement compensée par l'augmentation du coût des options et garanties financières. En effet, la revue à la hausse des contraintes de participations aux bénéficiaires dans les modèles de valorisations en cohérence avec la revue du référentiel de taux a un impact significatif sur la valeur temps des options et garanties financières.*
- *le coût d'immobilisation de la marge de solvabilité, correspondant au frottement fiscal, est en augmentation (+24%) du fait de la revue du référentiel de taux*
- *A contrario, le coût des risques non financiers en en légère diminution (-4.2%).*

▪ European Embedded Value – Périmètre France

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009 ajustements initiaux	31/12/2009	Var	Var %
Actif Net Réévalué	2 218,0	2 559,9	2 566,7	-341,9	-13,4%
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	2 513,8	2 038,1	2 190,3	475,6	23,3%
Valeur temps des options financières	-1 382,7	-702,8	-691,5	-679,9	-96,7%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-464,6	-373,5	-370,2	-91,1	-24,4%
Coût des risques non financiers	-105,8	-110,0	-111,7	4,2	3,8%
Valeur de portefeuille	560,7	851,8	1 016,8	-291,1	-34,2%
Embedded Value	2 778,7	3 411,7	3 583,6	-632,9	-18,6%

L'European Embedded Value 2010 périmètre France s'établit à 2778,7 M€, dont 2218 M€ sur l'ANR et 560,7 M€ sur la valeur de portefeuille.

▪ *European Embedded Value – Périmètre International*

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009 ajustements initiaux	31/12/2009	Var	Var %
Actif Net Réévalué	369,4	439,4	438,6	-70,0	-15,9%
Valeur de portefeuille sans prime de risque (EC)	248,7	250,4	251,4	-1,7	-0,7%
Valeur temps des options financières	-85,6	-78,0	-71,8	-7,6	-9,8%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-23,7	-18,7	-18,7	-5,0	-27,0%
Coût des risques non financiers	-6,7	-7,4	-7,1	0,7	9,1%
Valeur de portefeuille	132,6	146,4	153,8	-13,7	-9,4%
Embedded Value	502,1	585,8	592,4	-83,7	-14,3%

L'European Embedded Value 2010 sur le périmètre international s'établit à 502,1 M€, en baisse de 14%, dont 369,4 M€ sur l'ANR et 132,6 M€ sur la valeur de portefeuille.

La diminution constatée est essentiellement expliquée par l'environnement économique. En effet, la baisse de l'ANR provient de la diminution des plus ou moins values latentes suite à l'écartement des spreads sur les dettes gouvernementales. Par ailleurs, une nouvelle taxe (bank tax) sur les primes en Hongrie a également un impact négatif sur l'ANR.

La baisse de la valeur de portefeuille est concentrée sur la filiale italienne qui reste pénalisée par l'écartement des spreads sur les dettes souveraines.

Par ailleurs, une amélioration de la sinistralité des portefeuilles santé est constatée.

▪ Valeur de la Production Nouvelle - Périmètre agrégé¹ (France et International)

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009	Var	Var %
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	128,7	130,2	-1,5	-1,2%
Valeur temps des options financières	-52,1	-15,4	-36,7	-239,0%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-41,6	-32,2	-9,4	-29,2%
Coût des risques non financiers	-6,6	-7,4	0,8	10,4%
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	28,4	75,3	-46,9	-62,3%

APE	770,3	739,2	31,1	4,2%
NBV/APE	3,7%	10,2%	-6,5%	
PVNBP	6 374,7	6 175,1	199,5	3,2%
NBV/PVNBP	0,4%	1,2%	-0,8%	

▪ Valeur de la Production Nouvelle - Périmètre France

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009	Var	Var %
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	114,6	121,7	-7,1	-5,8%
Valeur temps des options financières	-43,7	-10,5	-33,2	-314,6%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-38,3	-29,4	-8,9	-30,4%
Coût des risques non financiers	-5,8	-6,4	0,7	10,6%
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	26,8	75,3	-48,5	-64,4%

APE	592,1	577,5	14,5	2,5%
NBV/APE	4,5%	13,0%	-8,5%	
PVNBP	5 310,9	5 247,5	63,4	1,2%
NBV/PVNBP	0,50%	1,4%	-0,9%	

¹ 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.

▪ Valeur de la Production Nouvelle - Périmètre International²

<i>En millions d'Euros</i>	31/12/2010	31/12/2009	Var	Var %
Valeur de la nouvelle production sans prime de risque (EC)	14,1	8,6	5,5	64,5%
Valeur temps des options financières	-8,3	-4,8	-3,5	-73,2%
Coût d'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité	-3,3	-2,8	-0,5	-17,0%
Coût des risques non financiers	-0,9	-1,0	0,1	9,4%
Valeur de la Production Nouvelle (NBV)	1,6	-0,1	1,6	

APE	178,3	161,7	16,6	10,3%
NBV/APE	0,9%	0,0%	0,9%	
PVNBP	1 063,8	927,6	136,2	14,7%
NBV/PVNBP	0,15%	0,0%	0,2%	

La valeur de la production nouvelle sur le groupe s'établit à 28,4M€ en 2010 (0,4% de NBV/PVNBP, 3,7% de NBV/APE), en diminution par rapport à 2009 sur le périmètre France et en amélioration sur l'international, malgré l'arrêt programmé de l'accord de distribution Ziraat en Turquie.

L'évolution défavorable sur le périmètre France est essentiellement expliquée par la dégradation des marges financières sur les portefeuilles en euros.

L'amélioration sur le périmètre international est expliquée par l'augmentation significative des volumes et la production de produits de risque à forte profitabilité.

▪ Sensibilités

Définition des sensibilités

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

▪ Sensibilités financières

- Courbe des taux +/- 100 pb :
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 recommandations 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'EEV – Périmètre France

Sensibilités financières de l'EEV de Groupama au 31 décembre 2010				
<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur du stock	EEV	
Valeur centrale	2 218,0	560,7	2 778,7	
	(A) Δ ANR	(B) Δ Valo ST	(A+B) Δ EEV	Δ EEV (%)
Impact de la hausse de la courbe des taux de 100 pb	-116,5	-99,8	-216,3	-7,8%
Impact de la baisse de la courbe des taux de 100 pb	140,4	30,4	170,8	6,1%
Impact de la Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-79,0	-430,4	-509,5	-18,3%
Impact de la hausse de la volatilité des taux de 25%	-	-40,0	-40,0	-1,4%
Impact de la hausse de la volatilité action et immobilier de 25%	-	-211,6	-211,6	-7,6%

Sensibilités financières de l'EEV – Périmètre International

Sensibilités financières de l'EEV de Groupama au 31 décembre 2010				
<i>En millions d'euros</i>	ANR	Valeur du stock	EEV	
Valeur centrale	369,5	132,6	502,0	
	(A) Δ ANR	(B) Δ Valo ST	(A+B) Δ EEV	Δ EEV (%)
Impact de la hausse de la courbe des taux de 100 pb	-10,6	-5,3	-15,9	-3,2%
Impact de la baisse de la courbe des taux de 100 pb	11,5	0,1	11,7	2,3%
Impact de la Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-5,7	-7,5	-13,2	-2,6%
Impact de la hausse de la volatilité des taux de 25%	-	-11,8	-11,8	-2,3%
Impact de la hausse de la volatilité action et immobilier de 25%	-	-1,7	-1,7	-0,3%

Sensibilités non financières de l'EEV – Périmètre France

Périmètre France - Sensibilités non financières de l'EEV au 31 décembre 2010		
<i>En millions d'euros</i>	EEV (valeur du stock)	
Valeur centrale	2 778,7	
	Δ EEV	Δ EEV (%)
Frais d'administration - 10%	155,5	5,6%
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	26,4	0,9%
Mortalité (rentes) -5%	-72,0	-2,6%
Mortalité (autres contrats) -5%	45,7	1,6%
Autre sinistralité - 5%	190,3	6,8%

Sensibilités non financières de l'EEV – Périmètre International

Périmètre International - Sensibilités non financières de l'EEV au 31 décembre 2010		
<i>En millions d'euros</i>	EEV (valeur du stock)	
Valeur centrale	502,0	
	(A+B) Δ EEV	Δ EEV (%)
Frais d'administration - 10%	20,5	4,1%
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	3,7	0,7%
Mortalité (rentes) -5%	-0,2	-0,0%
Mortalité (autres contrats) -5%	4,8	1,0%
Autre sinistralité - 5%	19,7	3,9%

Sensibilité de la Production Nouvelle (NBV) – Périmètre France

Sensibilités de la nouvelle production 2010 de Groupama - Périmètre France	
<i>En millions d'euros</i>	Valeur de la Pn
Valeur centrale	26,8
	Δ Valeur de la Pn
Taux sans risque +100 pdb	15,5
Taux sans risque -100 pdb	-31,8
Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-0,7
Volatilité des taux + 25%	-8,2
Volatilité des rendements action et immobilier +25%	-
Frais d'administration - 10%	14,2
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	5,8
Mortalité (rentes) -5%	0,1
Mortalité (autres contrats) -5%	3,3
Autre sinistralité - 5%	26,8

Sensibilité de la Production Nouvelle (NBV) – Périmètre International

Sensibilités de la nouvelle production 2010 de Groupama - Périmètre International	
<i>En millions d'euros</i>	Valeur de la Pn
Valeur centrale	1,6
	Δ Valeur de la Pn
Taux sans risque +100 pdb	3,6
Taux sans risque -100 pdb	-5,5
Baisse des actions et de l'immobilier de 10%	-
Volatilité des taux + 25%	-1,5
Volatilité des rendements action et immobilier +25%	-
Frais d'administration - 10%	3,7
Taux de rachat/réduction/résiliation -10%	2,8
Mortalité (rentes) -5%	0,0
Mortalité (autres contrats) -5%	4,4
Autre sinistralité - 5%	5,3

3. RECONCILIATION EEV / FONDS PROPRES CONSOLIDES

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.

Les retraitements présentés ne prennent pas en compte les Goodwills.

En M€	2010			2009	Ecart 2009 / 2010
	International	France	TOTAL	TOTAL	
Valeur de portefeuille	133	561	693	1 171	-477
Eléments additionnels inclus dans la valeur de portefeuille	-66	-95	-162	-167	5
AFA	-8	-76	-84	-52	-32
Plus ou moins-values comptabilisées dans les fonds propres consolidés	60	546	606	187	419
Plus ou moins-values comptabilisées dans l'ANR	-8	-105	-113	-26	-87
Actifs incorporels	-29	-73	-102	-99	-3
Autres ajustements	-15	-23	-38	-19	-19
Valeur additionnelle non prise en compte dans les fonds propres IFRS	67	734	801	995	-194

Les éléments additionnels inclus dans la valeur de portefeuille et donnant lieu à retraitement à fin 2010 sont les provisions à caractère de réserve non admises en IFRS.

A l'exception des plus-values latentes immobilières, la quote-part de plus ou moins-values latentes revenant à l'actionnaire est comptabilisée dans les fonds propres consolidés et dans la valeur de portefeuille. Ainsi, les plus ou moins-values latentes comptabilisées dans les comptes consolidés nettes de participations aux bénéficiaires et d'impôt sont annulées.

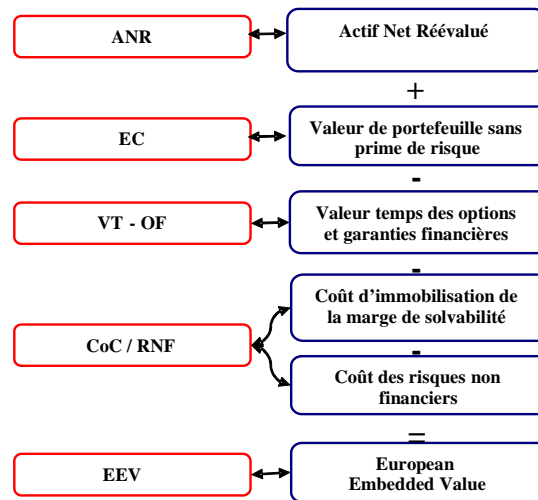
La quote-part de plus ou moins-values latentes en face des fonds propres, comptabilisée dans l'ANR et non dans la valeur de portefeuille, est intégrée aux retraitements.

Les actifs incorporels donnant lieu à un retraitement sont les VOBA et les logiciels activés au bilan.

Les autres ajustements proviennent essentiellement d'écarts entre la valeur nette comptable sociale (vision EEV) et la valeur nette comptable consolidée, notamment sur la classe d'actif immobilier, ainsi que de la prise en compte des frais de holding imputables aux activités Vie du groupe dans l'EEV.

4. METHODOLOGIE ET HYPOTHESES

Groupama a retenu la présentation suivante de son European 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 31/12/2010 est composé des éléments détaillés ci-après :

- les fonds propres retenus avant distribution des dividendes versés en 2011 au titre de l'exercice 2010.
- le montant des plus ou moins-values latentes en représentation des fonds propres et assimilés et des provisions mathématiques ne bénéficiant d'aucune distribution de participation aux bénéficiaires (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).
- Les actifs incorporels
Les actifs incorporels correspondant à des frais de logiciels ont été déduits de l'ANR après application de l'impôt.

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 retraitement des spreads (hors risque de contrepartie sur les emprunts d'état de la zone euro) 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 sans risque de référence issue de la courbe des taux gouvernementaux composite au 27/12/2010, augmentée de la prime de liquidité de 0,16%.
- Actualisation de l'ensemble des flux futurs sur la base de la courbe des taux sans risque au 27/12/2010, augmentée de la prime de liquidité de 0,16%.

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.

La majorité des contrats en UC commercialisés par Groupama ne comporte 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.

Sur les filiales Grecque et Hongroise, les coûts des options financières ont été pris en compte sur les encours en unités de compte présentant des garanties.

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 jugées matérielles,*
- *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 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 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 du Portefeuille ainsi calculée correspond à une valorisation de type '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.

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 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, 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 pb 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 pb sur l'ensemble de ces contrats a donc été ajoutée.

Le cumul de ces deux primes de risques (25 pb pour les risques opérationnels et 50 pb pour 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.

Sur les filiales grecque, turque et roumaine, des primes de risques respectivement de 50pb et de 100pb au titre des risques opérationnels et techniques ont été retenues.

Valeur de la Production Nouvelle

La valeur d'une année de Production Nouvelle a pour objectif d'évaluer la contribution d'une année de production à l'enrichissement de la société.

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 ou moins-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 pour prendre en compte l'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 2010 avec les volumes de primes réalisés pour la production 2010.

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 aux principes du CFO Forum, Groupama a mis en place un état d'analyse de création de valeur permettant d'expliquer l'évolution de l'European Embedded Value entre deux exercices.

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

- **Changement de périmètre et de modélisation**
Ce poste comprend l'ensemble des ajustements initiaux correspondant à des évolutions de modèle et de méthodologie.
- **Résultat de l'activité opérationnelle**
Le poste " Résultat de l'activité opérationnelle" mesure les effets suivants entre la valeur initiale ajustée et la valeur finale avant ajustement de clôture :
 - *contribution de la production nouvelle,*
 - *contribution attendue (effet du décalage d'un an de l'EEV de l'année précédente).* Ce poste mesure l'effet mécanique de l'écoulement du temps sur l'EEV. Le taux d'actualisation utilisé pour mesurer cet effet correspond au taux d'actualisation implicite calculé à partir de l'EEV 2009.
 - *écarts d'expérience non économiques.* Il s'agit des écarts constatés sur l'exercice liés à des différences entre les hypothèses utilisées lors du calcul EEV 2009 pour les facteurs non économiques (tels que les frais, la mortalité, la morbidité, les chutes,...) et les observations réelles de ces facteurs sur la période.
 - *changements d'hypothèses non économiques.* Cet effet mesure l'impact sur la valeur de portefeuille lié aux changements des hypothèses prospectives relatives à l'ensemble des facteurs non économiques.
- **Résultat lié à l'évolution de l'environnement économique**
Le poste "Résultat lié à l'environnement économique" mesure l'impact, sur l'EEV :
 - *d'une part, de l'écart d'expérience entre respectivement les rendements financiers et le taux d'impôt projetés l'année écoulée et ceux constatés,*
 - *d'autre part, de tout changement sur les hypothèses prospectives d'évolution des facteurs de risque économiques (rendements futurs projetés, scénarios économiques stochastiques).*
- **Ajustements de clôture**
Ces postes donnent les effets des mouvements de capitaux (dividendes, recapitalisation, etc...), l'impact des évolutions des taux de change ainsi que l'EEV des entités valorisées intégrées dans le périmètre de calcul à fin 2010.

Hypothèses

- **Courbe des taux sans risque de référence et calibration du modèle de taux**

Sur la France, l'Espagne, le Portugal et l'Italie, la courbe des taux sans risque de référence correspond à la courbe des taux gouvernementaux composite calibrée au 27/12/10 augmentée de la prime de liquidité de 0,16% :

Maturités	Courbe des taux translaturée de 16 bps EEV 10
1	1.91%
2	2.35%
3	2.77%
4	3.18%
5	3.56%
6	3.81%
7	4.08%
8	4.33%
9	4.52%
10	4.62%
15	4.85%
20	4.75%
25	4.74%
30	4.74%

La courbe de taux sans risque de référence a été utilisée pour calibrer le modèle de taux nominaux. L'inflation a été calibrée à partir des swaps inflations au 27.12.10.

Pour les autres pays (Grèce, Hongrie, Roumanie, Turquie et Royaume-Uni), la courbe des taux sans risque utilisée correspond à la courbe des taux des emprunts d'état locaux.

Les paramètres de volatilité ont été estimés en utilisant la volatilité implicite observable à partir des prix de swaptions au 27.12.10. Le panier de swaptions utilisé pour la calibration est composé d'options d'échéance 1 à 30 ans et portant sur des swaps de maturités comprises entre 1 et 30 ans.

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

		Durée du swap		
		5	10	20
Maturité	1	30%	25%	24%
	10	17%	18%	17%
	30	25%	22%	18%

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

Les principes du CFO Forum invitent 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 par rapport à la courbe des taux de référence au 27/12/2010 augmentée de la prime de liquidité de 0,16% n'est retenue dans les rendements financiers de marché futurs,
- pour le calcul de la valeur temps des options et garanties financiers, la courbe des taux de référence au 27/12/2010 augmentée de la prime de risque de 0,16% a été retenue pour calibrer le modèle économique.

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 sans risque nominaux pour les maturités entières comprises entre 1 an et 30 ans : cette courbe est décrite à l'aide du modèle Libor Market Model (LMM),
- 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 d'actions**

Les paramètres de volatilité du modèle actions ont été calibrés à partir de la structure de volatilité spot au 27.12.10 :

Maturités	Volatilité actions EEV 10
1	24%
2	25%
5	26%
30	26%

▪ **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 de 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. Pour l'EEV 2010, cette politique de participation cible a été revue à la hausse dans les modèles de valorisation afin de prendre en compte la revue du référentiel de taux.

- **Allocation d'actifs**

Sur les contrats en stock, l'allocation initiale correspond à l'allocation au 31.12.10 sur chacun des portefeuilles d'actif valorisés.

L'allocation en actifs non obligataires intègre la corrélation entre la politique d'investissement en actifs risqués et le niveau des richesses latentes. Cette allocation décroît en fonction de la durée des passifs.

L'allocation initiale en valeur de marché sur les portefeuilles vie valorisés s'établit à 80%/15%/5% sur la France et de 94%/5%/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.

- **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 32,31 % sur l'Italie, de 20 % sur la Turquie, de 26,5 % sur le Portugal, de 30 % sur l'Espagne, de 20 % sur la Grèce, de 28 % sur l'Angleterre, 19% sur la Hongrie, et 16% sur la Roumanie.

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

- *Prise en compte du régime fiscal accordé aux participations stratégiques* : une part significative des plus ou moins values R.332-20 relève d'un régime fiscal spécifique accordé aux participations stratégiques. Ce régime conduit à retenir dans les projections un taux d'impôt réduit à 0% sur les moins values, et à 1,72% sur les plus values.
- *Report des déficits fiscaux sociaux* : les déficits fiscaux sociaux de Groupama Gan Vie ont été valorisés.
- *Autres retraitements fiscaux* : certaines provisions (fonds de stabilité, provisions globales de gestion, fonds de revalorisation,...) non déductibles et autres plus ou moins-values latentes ayant déjà supporté l'impôt, ont été intégrées dans l'EEV et taxées à 34,43%. Afin d'éviter un double comptage de l'impôt, un retraitement a donc été réalisé.

5. OPINION MILLIMAN

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

A l'issue de ces travaux, nous considérons que la méthodologie retenue est conforme aux principes de European Embedded Value du CFO forum et que les calculs ont été produits en conformité avec cette méthodologie et avec les hypothèses retenues.

Concernant l'hypothèse de courbe des taux, deux catégories de pays ont été considérées.

- ✓ Une première catégorie regroupant la France, l'Espagne, l'Italie et le Portugal et pour laquelle une courbe des taux composite d'emprunts d'états a été utilisée. Cette courbe a été obtenue en pondérant les courbes des taux d'emprunts d'états des différents pays au 31/12/2010 par leurs poids respectifs au sein du portefeuille de Groupama. Une prime de liquidité de 16 pb a également été prise en compte.

La courbe des taux ainsi obtenue est la suivante :

Maturité	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	7 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Taux	1,91%	2,35%	2,77%	3,18%	3,56%	4,08%	4,62%	4,85%	4,75%

- ✓ Une seconde catégorie regroupant les autres pays pour laquelle la courbe des taux d'emprunt local a été retenue.

Les calculs de valeurs de portefeuille ont été effectués selon une approche stochastique à l'exception des filiales en Roumanie et en Turquie ainsi que certains portefeuilles de la filiale en Hongrie. Sur ces dernières entités, les calculs ont été réalisés selon une approche d'Embedded Value traditionnelle prenant en compte les options financières à travers l'utilisation d'une prime de risque.

Pour établir notre Opinion, nous nous sommes appuyés sur les données et informations fournies par Groupama sans procéder à des contrôles exhaustifs. Nous avons procédé à des contrôles de cohérence et des réconciliations au niveau global ainsi qu'à des analyses plus approfondies sur certains portefeuilles.

Les calculs d'Embedded Value se fondent sur de nombreuses hypothèses financières, techniques, sur le comportement des assurés, la fiscalité et d'autres facteurs dont la plupart ne sont pas sous le contrôle du management de Groupama. Les valeurs calculées dépendent de la réalisation des hypothèses retenues. Il sera normal pour certaines d'entre elles de constater un écart entre l'hypothèse retenue et l'expérience future. Ces écarts peuvent impacter significativement la valeur. "