

# RETRAIT OBLIGATOIRE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



CONSEILLEE PAR



INITIE PAR



ET

ALLIANZ HOLDING FRANCE SAS

PRESENTE PAR



Goldman Sachs International



ROTHSCHILD

Rothschild & Cie Banque



Calyon

PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES ALLIANZ SE, ALLIANZ HOLDING FRANCE SAS  
ET ASSURANCES GENERALES DE FRANCE SA

TERMES DU RETRAIT OBLIGATOIRE :

125,00 euros en numéraire pour chaque action AGF



AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 13 juin 2007, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 du Règlement général de l'AMF

**CE RETRAIT OBLIGATOIRE ET LE PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A  
L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de Allianz SE ([www.allianz.com](http://www.allianz.com)), des Assurances Générales de France S.A. ([www.agf.fr](http://www.agf.fr)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et peut être obtenu sans frais auprès de :

**Allianz Holding France SAS**  
12, rue Notre-Dame des Victoires  
75002 Paris

**Assurances Générales de France S.A.**  
87, rue de Richelieu  
75002 Paris

**Goldman Sachs International**  
c/o Goldman Sachs Paris Inc. et Cie  
2, rue de Thann  
75017 Paris

**Rothschild & Cie Banque**  
29, avenue de Messine  
75008 Paris

**Calyon**  
9, quai du Président Paul Doumer  
92920 Paris La Défense Cedex

Conformément aux dispositions de l'article 237-16 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des Assurances Générales de France SA seront mises à disposition du public, avant la réalisation du retrait obligatoire, selon les mêmes modalités.

# SOMMAIRE

	Pages
<b>1 PRESENTATION DE LA PROCEDURE.....</b>	<b>5</b>
<b>2 MODALITES DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....</b>	<b>6</b>
2.1 TERMES DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	6
2.2 TITRES VISES PAR LE RETRAIT OBLIGATOIRE .....	6
2.3 CONTRAT DE LIQUIDITE.....	7
2.4 CALENDRIER INDICATIF DE LA PROCEDURE DE RETRAIT OBLIGATOIRE .....	7
2.5 REGIME FISCAL DE LA PROCEDURE DE RETRAIT OBLIGATOIRE.....	8
2.5.1 <i>Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé (c'est-à-dire dans des conditions qui ne sont pas analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par un professionnel).....</i>	<i>8</i>
2.5.2 <i>Salariés et mandataires sociaux résidents de France titulaires d'actions AGF reçues lors de l'exercice d'options d'achat ou de souscription d'actions AGF.....</i>	<i>9</i>
2.5.3 <i>Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés .....</i>	<i>10</i>
2.5.4 <i>Actionnaires non résidents.....</i>	<i>11</i>
2.5.5 <i>Autres actionnaires.....</i>	<i>11</i>
<b>3 INFORMATIONS PARTICULIERES RELATIVES A AGF.....</b>	<b>12</b>
3.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE .....	12
3.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET RESTRICTIONS CONVENTIONNELLES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE.....	13
3.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DES AGF DONT ELLE A CONNAISSANCE.....	13
3.4 DETENTEURS DE TITRES COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX SUR AGF ET DESCRIPTION DE CEUX-CI .....	13
3.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	13
3.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT AGF A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINDER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE DES AGF.....	13
3.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DES AGF .....	14
3.7.1 <i>Règles relatives à la composition du conseil d'administration et à la nomination des administrateurs .....</i>	<i>14</i>
3.7.2 <i>Règles relatives à la durée des fonctions et au remplacement des administrateurs.....</i>	<i>14</i>
3.7.3 <i>Règles relatives à la modification des statuts des AGF.....</i>	<i>14</i>
3.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS .....	15
3.9 ACCORDS CONCLUS PAR AGF QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DES AGF, SAUF SI CETTE DIVULGATION, HORS LES CAS D'OBLIGATION LEGALE DE DIVULGATION, PORTERAIT GRAVEMENT ATTEINTE A SES INTERETS .....	16
3.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE .....	16
<b>4 ELEMENTS D'EVALUATION DES ACTIONS AGF.....</b>	<b>17</b>
4.1 METHODOLOGIE .....	17
4.1.1 <i>Méthodes d'évaluation retenues .....</i>	<i>17</i>
4.1.2 <i>Méthodes d'évaluation écartées.....</i>	<i>17</i>
4.1.3 <i>Hypothèses retenues et sources d'information .....</i>	<i>18</i>
4.2 APPRECIATION DU MONTANT DE L'INDEMNISATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE AU REGARD DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION RETENUES.....	18

4.2.1	<i>Cours de bourse.....</i>	18
4.2.2	<i>Multiplies de sociétés comparables cotées.....</i>	19
4.2.3	<i>Multiplies de transactions comparables.....</i>	20
4.2.4	<i>Valeurs intrinsèques des AGF déterminées par les analystes financiers .....</i>	20
4.2.5	<i>Somme des parties.....</i>	20
4.3	CONCLUSIONS QUANT A LA VALORISATION DES AGF .....	21
4.4	COMPARAISON DU MONTANT DE L'INDEMNISATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE AVEC LA CONTREVALEUR DE L'OFFRE ET AVEC LE COURS DE BOURSE DES AGF APRES LE 16 JANVIER.....	22
<b>5</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT (ARTICLE 261-1 II DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF).....</b>	<b>23</b>
<b>6</b>	<b>AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DES AGF .....</b>	<b>53</b>
<b>7</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION .....</b>	<b>55</b>
7.1	POUR LA PRESENTATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE DES ACTIONS AGF .....	55
7.2	POUR ALLIANZ.....	55
7.3	POUR ALLIANZ HOLDING FRANCE .....	55
7.4	POUR LA PRÉSENTATION DES AGF .....	55

Le présent projet de retrait obligatoire fait suite à l'offre publique mixte simplifiée (ci-après l'« **Offre** ») initiée conjointement par la société Allianz SE, société européenne au capital de 1.149.758.353,92 euros, immatriculée au registre du commerce du Tribunal d'instance (*Amtsgericht*) de Munich sous le numéro HRB 164232, dont le siège social est sis en République fédérale d'Allemagne, Königinstrasse 28 - Munich 80802 (ci-après « **Allianz** »), et la société Allianz Holding France SAS, société par actions simplifiée au capital de 37.000 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 494 450 455, dont le siège social est sis 12, rue Notre-Dame des Victoires - 75002 Paris (ci-après « **Allianz Holding France** », Allianz et Allianz Holding France étant ci-après désignées ensemble les « **Co-Initiateurs** »), visant les actions de la société Assurances Générales de France S.A., société anonyme au capital de 883.277.919,13 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 303 265 128, dont le siège social est sis 87 rue Richelieu - 75002 Paris (ci-après « **AGF** » ou la « **Société** »), dont les actions sont notamment négociées sur le marché Eurolist (Compartiment A) d'Euronext Paris S.A. (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000125924.

Il est rappelé que l'AMF a, lors de sa séance du 20 mars 2007, déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, et a publié à cet effet une déclaration de conformité emportant visa de la note d'information relative à l'Offre (Décision et Information n° 207C0537 en date du 21 mars 2007), aux termes de laquelle Allianz et Allianz Holding France se sont engagées à acquérir les actions AGF en contrepartie d'une somme en numéraire de 87,50 euros et de 0,25 action Allianz à émettre pour chaque action AGF (sous réserve d'ajustement du montant en numéraire selon les modalités décrites dans la note d'information).

L'Offre, dont les modalités sont décrites dans la note d'information d'Allianz et d'Allianz Holding France sur laquelle l'AMF a apposé le visa n° 07-090 en date du 20 mars 2007 et dans la note d'information en réponse des AGF sur laquelle l'AMF a apposé le visa n° 07-091 en date du 20 mars 2007, s'est déroulée du 23 mars 2007 au 20 avril 2007 inclus (Décision et Information n° 207C0544 en date du 22 mars 2007). Compte tenu du versement d'un dividende de 3,80 euros par action Allianz approuvé par l'assemblée générale des actionnaires d'Allianz au titre de l'exercice 2006, le montant en numéraire offert dans le cadre de l'Offre a, conformément aux termes de l'Offre, été porté de 87,50 euros à 88,45 euros.

Par avis en date du 27 avril 2007, l'AMF a fait savoir qu'un total de 67.897.428 actions AGF avaient été apportées à l'Offre (Décision et Information n° 207C0746 en date du 27 avril 2007). Allianz et Allianz Holding France ont respectivement acquis 25.933.278 et 41.964.150 actions AGF dans le cadre de l'Offre, étant précisé qu'Allianz a transféré à Allianz Holding France la totalité de ses 25.933.278 actions AGF acquises dans le cadre de l'Offre. L'AMF a fait savoir que, compte tenu des actions AGF auto-détenues représentant 3,21% du capital des AGF, les actions AGF non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires représentaient 4,61% du capital et des droits de vote des AGF.

Au vu des résultats de l'Offre, et conformément aux intentions exprimées dans leur note d'information relative à l'Offre, Allianz et Allianz Holding France ont décidé de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire visant les actions AGF.

## **2 MODALITES DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

Goldman Sachs International, Rothschild & Cie Banque et Calyon ont, en tant qu'établissements présentateurs du retrait obligatoire, déposé le projet de retrait obligatoire des actions AGF auprès de l'AMF pour le compte d'Allianz et d'Allianz Holding France le 13 juin 2007. Calyon garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Allianz et Allianz Holding France dans le cadre du retrait obligatoire des actions AGF.

Ce retrait obligatoire et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

### **2.1 TERMES DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

Les actions AGF qui n'ont pas été apportées à l'Offre seront transférées (et ce, quelque soit le pays de résidence de leur porteur), à une date fixée par l'AMF, au profit des Co-Initiateurs moyennant indemnisation des propriétaires desdits titres.

En conséquence, les actions AGF seront radiées du marché Eurolist (Compartiment A) d'Euronext Paris à la même date. Le montant de l'indemnisation, soit 125,00 euros par action AGF net de tout frais, sera versé à cette date par les Co-Initiateurs sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de CACEIS Corporate Trust (affilié 23), 14 rue Rouget de Lisle, 92862 Issy Les Moulineaux Cedex 9 , centralisateur des opérations d'indemnisation.

Après la réalisation du retrait obligatoire, Euroclear France procédera à la clôture des comptes des affiliés et leur remettra en contrepartie une attestation de solde.

CACEIS Corporate Trust sur présentation de ces attestations remettra aux établissements dépositaires teneurs de comptes le montant de l'indemnisation leur revenant à charge pour eux de créditer les comptes des personnes concernées, anciens détenteurs des actions AGF.

Les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres seront conservés par CACEIS Corporate Trust pendant dix ans à compter de la date du retrait obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Conformément à l'article 237-7 du Règlement général de l'AMF, un avis sera publié annuellement, pendant toute la période où CACEIS Corporate Trust conservera les fonds non affectés, dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale appelant les anciens actionnaires des AGF non indemnisés à exercer leur droit.

Si CACEIS Corporate Trust procède au versement de la totalité de ces fonds bloqués, une publicité appropriée sera effectuée dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, et la publication de l'avis annuel précité ne sera plus nécessaire.

### **2.2 TITRES VISES PAR LE RETRAIT OBLIGATOIRE**

Le retrait obligatoire vise la totalité des actions AGF non détenues directement par les Co-Initiateurs ou par AGF, soit, à la connaissance des Co-Initiateurs, 8.919.381 actions. Le retrait obligatoire vise également la totalité des actions AGF qui pourraient être émises ou cédées par AGF jusqu'à la date de réalisation du retrait obligatoire à raison de l'exercice d'options de souscription ou d'achat d'actions attribuées par AGF.

AGF n'a pas émis de valeur mobilière ou de titre donnant accès, immédiatement ou à terme, à son capital social, à l'exception des options d'achat ou de souscription d'action mentionnées ci-dessous ainsi que des options attribuées dans le cadre des plans d'options d'achat ou de souscription d'action AGF entre 1999 et 2002.

## 2.3 CONTRAT DE LIQUIDITE

Allianz a proposé aux titulaires d'options de souscription ou d'achat d'action AGF attribuées dans le cadre des plans d'options d'achat ou de souscription d'action AGF 2003, 2004, 2005 et 2006 (les « **Plans d'Options** »), un contrat de liquidité prévoyant que, si les actions AGF ne sont plus admises aux négociations ou si le marché sur lequel elles sont admises n'est pas suffisamment liquide (une « **Situation de Défaut de Liquidité** »), les bénéficiaires d'options auront le droit de céder à Allianz les actions AGF résultant de l'exercice de leurs options en contrepartie d'une somme en numéraire égale par action AGF au cours moyen de l'action Allianz au moment où le droit de cession est exercé multiplié par le nombre d'actions Allianz correspondant à la contrepartie proposée dans le cadre de l'Offre sur la base du cours de l'action Allianz au 16 janvier 2007 (pouvant faire l'objet d'ajustements en cas d'opérations affectant le capital ou les fonds propres d'Allianz ou AGF). Aux termes de ce contrat, Allianz est également en droit d'acquérir, aux mêmes conditions de prix, les actions résultant de l'exercice des options pour lesquelles le bénéficiaire n'aurait pas fait usage du droit offert par le contrat de liquidité de céder ses actions à Allianz.

Dans le cadre de ce contrat de liquidité, les bénéficiaires d'options s'engagent en particulier à ne pas exercer leurs options jusqu'à l'expiration d'un délai de trois mois suivant la publication des résultats de l'Offre sans le consentement préalable écrit d'Allianz, à ne pas transférer ou disposer des actions AGF résultant de l'exercice des options en cas de Situation de Défaut de Liquidité, et à les inscrire sous la forme nominative auprès du gestionnaire des plans d'options auquel est donné mandat pour procéder aux opérations prévues par le contrat de liquidité.

Le mécanisme de liquidité sera ouvert pour une période de deux ans et trois mois suivant la dernière des deux dates suivantes : (i) l'exercice effectif des options par le bénéficiaire ou (ii) la fin de la période d'indisponibilité fiscale.

Le droit pour les bénéficiaires de céder leurs actions AGF à Allianz est conditionné à ce que le bénéficiaire (i) ait apporté à l'Offre toutes les actions AGF qu'il détenait à raison de l'exercice d'options des Plans d'Options à tout moment avant la clôture de l'Offre et (ii) ait apporté ou cédé sur le marché au moins quatre jours de négociation avant la clôture de l'Offre toutes les actions AGF qu'il détenait à raison de l'exercice d'options accordées par AGF antérieurement au plan de 2003.

Les bénéficiaires d'options ont jusqu'au 30 juin 2007 pour s'engager au titre du contrat de liquidité.

## 2.4 CALENDRIER INDICATIF DE LA PROCEDURE DE RETRAIT OBLIGATOIRE

13 juin 2007	Dépôt du projet de retrait obligatoire
26 juin 2007	Déclaration de conformité
Mi-juillet 2007	Retrait obligatoire – Radiation des actions AGF du marché Eurolist d'Euronext Paris

Le calendrier définitif de l'opération sera arrêté par l'AMF.

## 2.5 REGIME FISCAL DE LA PROCEDURE DE RETRAIT OBLIGATOIRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que le présent exposé est un résumé du régime fiscal applicable. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Ces informations ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire, il est recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence.

### 2.5.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé (c'est-à-dire dans des conditions qui ne sont pas analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par un professionnel)

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 A du Code général des impôts (« CGI »), les plus-values réalisées par les personnes physiques susvisées lors du transfert de leurs actions AGF dans le cadre du retrait obligatoire, égales à la différence entre, d'une part, le montant de l'indemnisation reçue et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions AGF transférées, sont soumises, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au taux de 16% si le montant annuel des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés réalisées par l'ensemble des membres du foyer fiscal du contribuable (à l'exclusion notamment des cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions visé aux articles L.221-30 et L.221-31 du code monétaire et financier (« PEA ») et des échanges d'actions bénéficiant du sursis d'imposition prévu à l'article 150-0 B du CGI) excède un seuil fixé à 20.000 euros pour l'imposition des revenus de l'année 2007.

Sous la même condition relative au montant annuel des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés, la plus-value est également soumise :

- à la contribution sociale généralisée (« CSG ») au taux de 8,2%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu,
- au prélèvement social de 2%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu,
- à la contribution additionnelle de 0,3% au prélèvement social de 2%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu, et
- à la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») au taux de 0,5%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu.

Le taux global d'imposition s'élève donc à 27% pour les cessions réalisées en 2007.

Le transfert des actions AGF aura pour effet de mettre fin à un éventuel report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison desdites actions. Sous réserve du franchissement du seuil de 20.000 euros susvisé, la plus-value d'échange qui faisait l'objet d'un report d'imposition (plus-value réalisée sur des titres échangés avant le 1er janvier 2000 soumise aux dispositions des articles 92 B II et 160 I ter du CGI alors en vigueur) sera donc imposable dans les conditions décrites au présent paragraphe.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values de cession d'actions peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes si ces moins-values résultent d'opérations imposables, notamment à condition que le seuil annuel de cessions de valeurs mobilières réalisées par les membres du foyer fiscal visé ci-dessus soit dépassé au titre de l'année de réalisation de la moins-value.

## PEA

Les actions AGF détenues dans le cadre d'un PEA seront également transférées dans le cadre du retrait obligatoire.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis au prélèvement social de 2%, à la contribution additionnelle audit prélèvement social de 0.3%, à la CSG, à la CRDS, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces contributions sera variable selon la date à laquelle ce gain aura été acquis ou constaté.

En cas de clôture du PEA intervenant avant l'expiration de la cinquième année suivant la date d'ouverture du plan, le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan est imposable, si le seuil annuel de cession de valeurs mobilières de 20.000 euros est dépassé, au taux de 22,5 % si la clôture a lieu avant l'expiration de la deuxième année (article 200 A 5 du CGI), ou au taux de 16 % si la clôture a lieu entre la deuxième et la cinquième année. Dans les deux cas, le gain net est soumis à la CSG, au prélèvement social de 2 %, à la contribution de 0,3 % additionnelle au prélèvement social de 2 % et à la CRDS.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières précité soit dépassé au titre de l'année de réalisation de la moins-value.

### **2.5.2 Salariés et mandataires sociaux résidents de France titulaires d'actions AGF reçues lors de l'exercice d'options d'achat ou de souscription d'actions AGF**

En application de l'article 163 bis C du CGI, les bénéficiaires d'options d'achat ou de souscription d'actions AGF attribuées conformément aux dispositions des articles L. 225-177 à L. 225-186 du Code de commerce ne peuvent bénéficier du régime de faveur qui leur est attaché, tant en matière fiscale que pour l'application des cotisations et prélèvements sociaux, que si les actions AGF provenant de l'exercice de ces options sont conservées sous la forme nominative et ne sont pas cédées ni converties au porteur avant l'expiration d'un délai de quatre ans (pour les options attribuées à compter du 27 avril 2000) ou de cinq ans (pour les options attribuées avant cette date) à compter de l'attribution des options (sauf, sous certaines conditions, en cas de décès, licenciement, invalidité ou mise à la retraite du titulaire intervenant dans ce délai).

Ainsi, en cas de transfert, dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire, d'actions AGF acquises ou souscrites dans le cadre d'un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions après l'expiration du délai de quatre ans visé ci-dessus, le gain d'acquisition (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action AGF du jour de l'exercice de l'option d'achat ou de souscription et (ii) le prix d'exercice de l'option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposé à la date de levée de l'option dans la catégorie des traitements et salaires) sera imposé, dans les conditions prévues à l'article 150-0 A du CGI et notamment sous réserve du franchissement du seuil de 20.000 euros susvisé, aux taux prévus à l'article 200 A du CGI (soit 27%, 41% ou 51%, contributions sociales incluses, selon la date d'attribution des options, le montant du gain réalisé et le délai de portage des actions cédées) et ne sera pas assujéti aux cotisations sociales.

En revanche, en cas de transfert, dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire, d'actions AGF acquises ou souscrites dans le cadre d'un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions AGF avant l'expiration du délai visé ci-dessus, sauf survenance d'un cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues à l'article 91 ter de l'Annexe II au CGI, le gain d'acquisition sera imposé dans la catégorie des traitements et salaires et soumis aux cotisations sociales, ainsi qu'à la CSG au taux de 7,5 %, déductible de la base de l'impôt sur le revenu à hauteur de 5,1 %, et à la CRDS au taux de 0,5 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu, dont l'assiette est alignée sur celle des cotisations sociales.

Par ailleurs, la plus-value éventuellement réalisée au titre du transfert des actions AGF dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire, égale à la différence entre, d'une part, le montant de l'indemnisation reçue et, d'autre part, le premier cours coté des actions AGF du jour de l'exercice de l'option d'achat ou de souscription d'actions AGF, sera soumise au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques résidentes françaises décrit à la section 2.5.1 du présent document.

### **2.5.3 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés**

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion du transfert d'actions AGF détenues en portefeuille dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire, égales à la différence entre, d'une part, le montant de l'indemnisation reçue et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions AGF transférées, sont soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2006, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions ne répondant pas à la définition donnée au troisième alinéa de l'article 219 I a quinquies du CGI, dont le prix de revient est au moins égal à 22.800.000 euros et qui remplissent les conditions ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI autres que la détention de 5% au moins du capital de la filiale cessent d'être éligibles au taux réduit d'imposition des plus-values à long terme de 15% et relèvent dès lors du régime d'imposition de droit commun décrit au paragraphe précédent.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article 219-I a quinquies précité, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans bénéficient d'un taux réduit d'imposition de 8% pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2006, majoré de la contribution de 3,3% précitée, porté à 0% pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007 ; pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007, une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values de cession est prise en compte pour la détermination du résultat imposable au taux de droit commun.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219-I a quinquies précité les actions revêtant ce caractère au plan comptable ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles fiscales spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer les règles qui leur sont applicables. En particulier, les moins-values constatées au titre d'un exercice ouvert à compter du 1er janvier 2006 à raison de la cession de titres relevant du régime de l'article 219-I a quinquies précité sont imputables sur les plus-values de même nature constatées au titre du même exercice mais ne seront pas reportables sur les plus-values réalisées au cours d'exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

#### **2.5.4 Actionnaires non résidents**

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion du transfert d'actions AGF dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France et sous réserve que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu, directement ou indirectement, seule ou avec son conjoint, ses ascendants ou ses descendants, les ascendants ou les descendants de son conjoint, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession.

Les actionnaires non résidents de France devront d'une manière générale s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

#### **2.5.5 Autres actionnaires**

Les titulaires d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière et les incidences de la procédure de retrait obligatoire sur cette dernière avec leur conseil fiscal habituel.

### 3 INFORMATIONS PARTICULIERES RELATIVES A AGF

#### 3.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

	Situation au 08.06.2007			Situation au 31.12.2006			Situation au 31.12.2005		
	Nombre d'actions	% du Capital	% des droits de vote*	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote*	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote*
Actionnariat									
Groupe Allianz	178.030.698	92,2	95,2	110.133.270	57,5	60,7	110.133.270	57,9	61,7
Auto-détention	6.180.699	3,2		8.616.642	4,5		9.546.387	5,0	
FCP du personnel AGF	0	0	0	4.689.513	2,5	2,6	4.412.225	2,3	2,5
Divers personnes morales	N/D	N/D	N/D	60.562.860	31,6	33,4	59.328.379	31,2	33,2
Divers personnes physiques	N/D	N/D	N/D	7.484.185	3,9	4,1	6.715.493	3,6	3,8
<b>Total</b>	<b>193.130.778</b>	<b>100,0</b>		<b>191.486.470</b>	<b>100,0</b>		<b>190.135.754</b>	<b>100,0</b>	
dont actionnaires au porteur	76.115.000	39,4	40,7	65.975.603	34,5	36,4	64.566.314	34,0	36,1
dont mandataires sociaux	150	0	0	137.645	0,1	0,1	97.254	0,0	0,1
dont actionnaires résidents	N/D	N/D	N/D	50.443.426	26,3	27,8	44.386.819	23,3	24,9

\* Calculés sur la base du nombre de droits de vote exerçables en assemblée générale.

Il n'y a pas de droit de vote double. La différence entre le pourcentage de capital et le pourcentage des droits de vote résulte du nombre d'actions en auto-détention à la date considérée.

Aucun pacte, aucune action de concert autre que celle des Co-Initiateurs, aucun groupe d'actionnaires partenaires, aucune action d'auto-contrôle n'ont été déclarés auprès des autorités boursières.

Personnes physiques ou morales qui peuvent exercer un contrôle sur la Société : depuis l'offre publique d'achat amicale lancée le 16 février 1998 sur AGF, le groupe Allianz, avec plus de la moitié des titres composant le capital de la Société, en détient le contrôle (voir section 3.3 du présent document).

**3.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET RESTRICTIONS CONVENTIONNELLES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE**

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions AGF.

Par ailleurs, il n'a été porté à la connaissance de la Société aucun accord stipulant de quelconques restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions AGF.

**3.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DES AGF DONT ELLE A CONNAISSANCE**

Cf. section 3.1 *supra*.

Les principaux actionnaires bénéficient des mêmes droits de vote que les autres actionnaires des AGF.

Hormis Allianz et Allianz Holding France, aucun actionnaire ne dispose de plus de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société à la date du présent document.

**3.4 DETENTEURS DE TITRES COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX SUR AGF ET DESCRIPTION DE CEUX-CI**

Néant.

**3.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER**

Sans objet.

**3.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT AGF A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE DES AGF**

A la connaissance de la Société, il n'existe à la date du présent document aucun accord susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote des AGF.

### **3.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DES AGF**

#### **3.7.1. Règles relatives à la composition du conseil d'administration et à la nomination des administrateurs**

En application des stipulations de l'article 12 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de (i) neuf membres au moins et de quinze au plus nommés par l'assemblée générale des actionnaires, (ii) de deux administrateurs élus par le personnel de la Société et de ses filiales françaises, et (iii) d'un administrateur représentant les salariés actionnaires.

Les modalités d'élection des administrateurs représentant les salariés sont fixées par les dispositions des articles L.225-27 à L.225-34 du code de commerce.

Les modalités de nomination de l'administrateur représentant les salariés actionnaires sont fixées par le décret n°95-237 du 2 mars 1995 et par les dispositions de l'article L.225-23 du code de commerce. Les statuts des AGF prévoient en outre que cet administrateur est nommé par l'assemblée générale de la Société sur proposition des salariés actionnaires.

La limite d'âge pour exercer un mandat d'administrateur est fixée à 70 ans par les statuts de la Société.

#### **3.7.2. Règles relatives à la durée des fonctions et au remplacement des administrateurs**

La durée des fonctions des administrateurs de la Société est de quatre années. Toutefois, lorsqu'un administrateur est nommé en remplacement d'un autre administrateur en cours de mandat, il n'exerce ses fonctions que pendant la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Leur mandat prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

#### **3.7.3. Règles relatives à la modification des statuts des AGF**

Les statuts de la Société sont modifiés par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, qui ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote, sous réserve des dérogations prévues par la loi pour certaines augmentations de capital et pour les transformations. A défaut, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Sous les mêmes réserves que celles exposées ci-avant, elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

### 3.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS

L'assemblée générale des actionnaires des AGF a autorisé le conseil d'administration à émettre des instruments financiers selon les modalités indiquées au tableau ci-après :

	Terme des autorisations	Montant maximum autorisé (en millions d'euros)	Nombre d'actions
Emission de valeurs mobilières (avec maintien du droit préférentiel de souscription)	9 juillet 2009	650* 1.500**	
Emission de valeurs mobilières (avec suppression du droit préférentiel de souscription)	9 juillet 2009	650* 1.500**	
Incorporation de réserves ou de bénéfices, de primes d'émission ou d'apport	9 juillet 2009	650*	
Augmentation de capital pour réaliser une offre publique d'échange	23 juillet 2007	650* 1.500**	
Attribution d'options d'achat ou de souscription aux dirigeants sociaux et aux salariés (résolution n°17 adoptée lors de l'AGM du 25 mai 2004)	25 juillet 2007		4.000.000***
Augmentation de capital réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	9 juillet 2009****		
Attributions gratuites d'actions de la Société aux salariés et dirigeants sociaux	23 juillet 2007		2.000.000
Augmentation de capital à l'effet de rémunérer des apports en nature	9 juillet 2009*****		
Emission d'obligations	23 mai 2010	1.500**	
Emission de titres subordonnés	23 mai 2010	1.500**	

\* Montant nominal maximal d'augmentation de capital.

\*\* Montant maximal des titres d'emprunt émis.

\*\*\* Durant l'exercice 2006, 1.193.300 options d'achat ont été attribuées aux dirigeants sociaux et aux salariés.

\*\*\*\* Le nombre maximum d'actions ne pourra excéder 3% du capital social au moment de l'utilisation de l'autorisation par le conseil d'administration.

\*\*\*\*\* Dans la limite de 10% du capital social au moment de l'émission.

Par ailleurs, l'assemblée générale de la Société réunie le 4 juin 1999 a autorisé le rachat d'actions portant sur un maximum de 10 % du capital des AGF. Cette autorisation a été renouvelée au cours des assemblées générales ultérieures du 30 mai 2000, 5 juin 2001, 14 mai 2002, 26 mai 2003, 25 mai 2004, du 23 mai 2005 et du 22 mai 2006.

**3.9 ACCORDS CONCLUS PAR AGF QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DES AGF, SAUF SI CETTE DIVULGATION, HORS LES CAS D'OBLIGATION LEGALE DE DIVULGATION, PORTERAIT GRAVEMENT ATTEINTE A SES INTERETS**

La procédure de retrait obligatoire n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

**3.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE**

Néant.

Dans le cadre du retrait obligatoire, Allianz a demandé aux établissements présentateurs Goldman Sachs International et Rothschild & Cie Banque d'établir un rapport d'évaluation qui a été soumis à l'appréciation de Ricol, Lasteyrie & Associés, désigné par AGF en qualité d'expert indépendant. Le rapport établi par Ricol, Lasteyrie & Associés est reproduit à la section 5 ci-après.

### **Rappel des termes du retrait obligatoire**

Le retrait obligatoire sera effectué sur la base de 125,00 euros en numéraire pour chaque action AGF. Le montant de l'indemnisation, augmenté du dividende AGF au titre de l'exercice 2006 de 4,25 euros (payé le 10 mai 2007), correspond à 129,25 euros par action AGF, avant paiement du dividende.

## **4.1 METHODOLOGIE**

Le retrait obligatoire a été apprécié sur la base d'une analyse multicritères reposant sur des méthodes de valorisation couramment employées.

### **4.1.1 Méthodes d'évaluation retenues**

Les méthodes utilisées visent à valoriser AGF sans prendre en compte les impacts liés au rapprochement avec Allianz. Allianz n'anticipe aucune synergie liée à l'opération, AGF étant déjà majoritairement détenu par Allianz et étant par conséquent déjà soumis aux programmes d'amélioration de la productivité mis en œuvre à l'échelle du groupe.

La détermination de la valeur s'est appuyée sur les méthodes suivantes traditionnellement utilisées dans le cadre de valorisations de groupes d'assurance : (i) l'application de multiples de sociétés comparables cotées, (ii) l'application de multiples de transactions comparables, (iii) l'analyse des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers pour AGF et (iv) la « somme des parties », qui additionne la valeur de chacun des pôles métiers et/ou des sociétés composant le groupe AGF (cf. section 4.2.5 pour une présentation de la méthode de valorisation par la somme des parties). Le montant de l'indemnisation au titre du retrait obligatoire a également été comparé à la valeur offerte dans l'Offre soumise à l'AMF le 22 février 2007.

### **4.1.2 Méthodes d'évaluation écartées**

Parmi les méthodes d'évaluation traditionnellement utilisées, les méthodes suivantes ont été écartées :

- Actif net comptable : le critère des fonds propres consolidés n'apparaît pas comme une approche appropriée de la valeur de la société ni de ses actifs. En effet cette valeur ne prend notamment pas en compte les perspectives de rentabilité des AGF ;
- Actif net réévalué : au 31 décembre 2006, l'actif net réévalué des AGF s'élevait à 10,7 milliards d'euros, soit, sur la base de 187,4 millions d'actions, un actif net réévalué par action d'environ 57,1 euros. Cette méthode a été écartée en raison de l'impossibilité d'évaluer tous les actifs du groupe, corporels et incorporels, qu'ils soient ou non inscrits au bilan des AGF (marques, parts de marché, clientèle...). En tout état de cause, l'approche par l'*appraisal value* (cf. section 4.2.5) et la somme des parties constitue une meilleure approche pour un groupe d'assurances multi-métiers tel que les AGF.
- Méthode du rendement : une actualisation à l'infini du dividende versé au titre de l'exercice 2006 valoriserait les AGF entre 52 euros et 59 euros par action. Cette méthode n'a pas été

retenue car elle ne prend pas en compte les perspectives de rentabilité du groupe, contrairement à la méthode d'actualisation des flux futurs disponibles utilisée dans la valorisation par la somme des parties (cf. section 4.2.5).

#### **4.1.3 Hypothèses retenues et sources d'information**

##### *Principaux éléments de référence*

L'évaluation des AGF a été réalisée à partir des principaux éléments suivants :

- Comptes annuels consolidés audités des AGF pour les exercices 2004, 2005 et 2006
- Présentation financière du groupe et des divisions d'AGF pour le premier trimestre 2007 ;
- Données chiffrées de Market Consistent Embedded Value (« MCEV ») et de New Business Value (« NBV ») ;
- Les projections financières internes 2007-2009 des AGF.

Il a été indiqué aux établissements présentateurs qu'aucune mise à jour n'a été apportée aux projections financières préalablement soumises dans le cadre de l'Offre et qu'aucun événement susceptible d'affecter matériellement les prévisions des projections internes n'est intervenu.

##### *Nombre d'actions*

La valorisation présentée ici a été réalisée sur la base d'un nombre d'actions dilué AGF égal à 187.381.793 actions au 8 juin 2007 (l'impact dilutif des options existantes à cette date a été calculé par application de la *treasury method*).

##### *Dates retenues pour les cours de bourse*

Le cours de référence retenu (ci-après « Cours de Référence ») pour l'appréciation de l'Indemnisation du retrait obligatoire correspond au dernier cours de clôture des AGF avant l'examen de l'Offre par les conseils d'administration d'Allianz et des AGF, soit le cours de clôture du 16 janvier 2007. Pour référence, le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire a également été comparé avec certaines dates ou périodes de cotation postérieures à cet examen et à l'ouverture de l'Offre.

##### *Sources d'informations extérieures*

Les multiples boursiers ont été réalisés sur la base des estimations 2007 et 2008 issues d'Institutional Brokers Estimate System (« IBES »), fournies par Datastream. Tous les multiples des sociétés comparables sont calculés à partir des cours de bourse au 8 juin 2007.

Les multiples de transactions comparables ont été établis sur la base des derniers agrégats sur douze mois disponibles avant ces transactions.

#### **4.2 APPRECIATION DU MONTANT DE L'INDEMNISATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE AU REGARD DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION RETENUES**

La valorisation de l'action AGF effectuée dans le cadre du présent rapport n'inclut pas le dividende au titre de l'exercice 2006 dans la mesure où la distribution relative au résultat de l'exercice 2006 a eu lieu préalablement à l'offre de retrait obligatoire. Les résultats présentés dans ce rapport sont néanmoins ajustés du montant du dividende lorsque nécessaire afin d'assurer leur cohérence avec ceux présentés dans la note d'opération de l'Offre (Visa 07-090, datée du 20 mars 2007), pour laquelle la valorisation était effectuée en incluant le dividende des AGF au titre de l'exercice 2006 (4,25 euros).

##### **4.2.1 Cours de bourse**

L'analyse des cours de bourse postérieurs à la date de Référence n'a pas été retenue comme méthode de valorisation mais est présentée à titre illustratif dans la section 4.4.

Le tableau ci-après résume les niveaux de prime induits par le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire déterminés sur la base i) du Cours de Référence des AGF, et ii) des moyennes pondérées du cours des AGF calculées sur différentes périodes.

Période considérée	Cours de l'action AGF (€)	Prime / décote du montant de l'indemnisation du retrait obligatoire augmenté du dividende 2006 (129,25€)
Spot - cours de clôture au 16 janvier 2007	126,20	2,4%
Moyenne pondérée 1 mois <sup>1</sup>	122,39	5,6%
Moyenne pondérée 3 mois <sup>1</sup>	115,60	11,8%
Moyenne pondérée 6 mois <sup>1</sup>	106,12	21,8%
Moyenne pondérée 1 an <sup>1</sup>	100,13	29,1%

Note 1 Source : Datastream au 16 janvier 2007; les moyennes pondérées sont calculées sur la base des moyennes pondérées quotidiennes.

Sur la base des moyennes pondérées de cours de bourse des AGF avant examen des termes de l'Offre par les conseils d'administration des AGF et d'Allianz, le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire fait ressortir une prime comprise entre 2,4% et 29,1% selon les périodes considérées.

Ces primes doivent être analysées tout en prenant en compte le fait que les Cours de Référence des AGF ne peuvent pas être considérés comme des cours non-affectés, compte-tenu des spéculations de dépôt d'une offre d'Allianz sur les actions détenues par les actionnaires minoritaires des AGF. Ces primes doivent donc être analysées à l'aune :

- de l'évolution du cours de bourse des AGF qui a surperformé l'indice CAC 40 de 32,1% et l'indice Euro DJ Stoxx Assurances de 27,5% au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre ;
- de l'évolution du cours de bourse des AGF qui a surperformé l'indice CAC 40 de 53,4% et l'indice Euro DJ Stoxx Assurances de 37,1% entre l'annonce du rachat par Allianz des minoritaires de RAS le 11 septembre 2005 et le 16 janvier 2007;
- d'une spéculation accrue du fait de l'anticipation par les investisseurs du dépôt d'une offre d'Allianz sur les actions détenues par les actionnaires minoritaires des AGF qui a conduit à une hausse significative du cours de bourse de 6,9% entre le début de l'année 2007 et le 16 janvier 2007, à comparer à une augmentation de 2,5% de l'indice Euro DJ Stoxx Assurances sur la même période. Ces rumeurs de marché ont conduit Allianz à faire une pré-annonce de l'opération le 18 janvier 2007.

#### 4.2.2 Multiples de sociétés comparables cotées

La méthode des multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats financiers estimés d'une société les multiples observés sur des sociétés comparables afin d'obtenir la valeur implicite par action de la société analysée. Les multiples ont été appliqués aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 des AGF ainsi qu'à l'*embedded value* 2006. Il a été retenu un échantillon de groupes d'assurances européens cotés, présentant des profils d'activité comparables à celui des AGF : Aviva, AXA, Baloise, Generali, ING, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services. Même si ces sociétés ont des activités comparables à celles des AGF, aucune n'est directement ou complètement comparable. Cette remarque s'applique à l'ensemble des segments et/ou sociétés valorisés par cette méthode dans ce document.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 95 euros à 116 euros par action.

#### **4.2.3 Multiples de transactions comparables**

La méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers des AGF les multiples observés lors de transactions comparables dans le secteur des assurances. Les transactions comparables correspondent aux transactions d'un montant minimum de 500 millions d'euros, ayant eu lieu dans le secteur des assurances au cours des trois dernières années et ayant pour cibles des sociétés d'assurance multi-métiers. Les multiples ont été appliqués au résultat net 2006 récurrent estimé et à l'*embedded value* 2006 des AGF. Les transactions européennes majeures suivantes ont été analysées : Winterthur Insurance/AXA, Toro Assicurazioni/Generali, Pohjola Group Plc/OKO Bank, AMB Generali/Generali, RAS/Allianz, et Skandia/Old Mutual.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 101 euros à 124 euros par action.

#### **4.2.4 Valeurs intrinsèques des AGF déterminées par les analystes financiers**

Compte tenu de sa position de leader sur le marché de l'assurance française et de sa capitalisation boursière, AGF est un groupe particulièrement suivi par les analystes financiers spécialistes du secteur de l'assurance.

Les recommandations des analystes incorporant dans leurs objectifs une prime de spéculation ont été écartées. Sur la base des recommandations de douze analystes différents (Ixis, JP Morgan, Société Générale, Exane BNP Paribas, UBS, West LB, KBC, Natexis Bleichroeder, Oddo, Morgan Stanley, Deutsche Bank, CA Chevreux), entre octobre 2006 et le 16 janvier 2007, la valeur intrinsèque des AGF, excluant toute prime spéculative et ajustée du détachement du dividende au titre de l'exercice 2006, est comprise dans une fourchette de 87 euros à 123 euros par action.

#### **4.2.5 Somme des parties**

Cette approche vise à déterminer la valeur des AGF en évaluant séparément les pôles métiers et/ou sociétés du groupe à partir de références d'évaluation propres à chaque pôle.

La valorisation des AGF est réalisée au 8 juin 2007 sur la base de quatre pôles métiers :

- Pôle « Vie »
- Pôle « Non-Vie » : Biens et Responsabilités, Santé, Assurance Crédit (Euler Hermes), Assistance (Mondial Assistance) et coûts centraux
- Pôle « Activités bancaires »
- Pôle « Asset management »

Chaque pôle a été évalué séparément sur la base de méthodes spécifiques décrites ci-après.

##### *Pôle Vie*

- Les méthodes suivantes ont été appliquées : (i) multiples de sociétés cotées comparables appliqués aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 ainsi qu'à l'*embedded value* 2006, (ii) détermination de l'*appraisal value* qui correspond à la somme de l'*embedded value* et de la valeur des activités nouvelles. L'*embedded value* correspond à la somme de l'actif net réévalué et de la valeur actuarielle du portefeuille de polices vie en vigueur.
- L'échantillon de sociétés comparables cotées comprend des groupes d'assurance européens essentiellement présents en assurance-vie : Aegon, Aviva, AXA, CNP Assurances, Generali, ING.

##### *Pôle Non-Vie*

- Le Pôle Non-Vie a été évalué en distinguant (i) les activités d'assurance-dommages (incluant Mondial Assistance, la branche Santé-France et les coûts centraux) et (ii) la participation des AGF dans Euler Hermes.

- Les activités d'assurance-dommages ont été évaluées par (i) application de multiples de sociétés cotées comparables aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 et à l'actif net réévalué estimé 2007 et (ii) actualisation des flux futurs disponibles.
- L'échantillon de sociétés comparables cotées comprend des groupes d'assurance européens essentiellement présents en assurance-non vie : AXA, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services.
- La participation des AGF dans Euler Hermes a été valorisée sur la base des valeurs de marché.

#### *Pôle Activités Bancaires*

- Le Pôle Activités Bancaires a été évalué par (i) application de multiples de sociétés cotées comparables aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 et (ii) actualisation des flux futurs disponibles.
- L'échantillon de sociétés comparables cotées comprend : BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale.

#### *Pôle Asset Management*

- Le Pôle Asset Management a été évalué par (i) application de multiples de sociétés cotées comparables aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 et (ii) actualisation des flux futurs disponibles.
- L'échantillon de sociétés comparables cotées comprend Aberdeen, INVESCO (ex-AMVESCAP), F&C Asset Management, Henderson, New Star Asset Management, Schroders.

#### *Synthèse*

- La valorisation prend en compte les ajustements de consolidation, valorisés par application du multiple moyen pondéré de résultat net des différents pôles, ainsi que le capital excédentaire et la dette du groupe AGF.

La somme des parties basée sur les multiples boursiers conduit à une fourchette d'évaluation de 85 euros à 107 euros par action. La somme des parties basée sur l'actualisation des flux futurs disponibles conduit à une fourchette d'évaluation de 101 euros à 114 euros par action.

### **4.3 CONCLUSIONS QUANT A LA VALORISATION DES AGF**

Le tableau ci-après présente les fourchettes d'évaluation obtenues par les différentes approches et les niveaux de prime induits par le montant d'indemnisation du retrait obligatoire de 125 euros par action (soit 129,25 en ajoutant le dividende versé au titre de l'exercice 2006 de 4,25 euros par action):

Méthodologie	Valeur par action incluant le dividende (en €)		Prime / décôte du montant de l'indemnisation du retrait obligatoire augmenté du dividende 2006 (129.25€)	
Spot - cours de clôture au 16 janvier 2007	126,20		2,4%	
Moyenne pondérée 1 mois <sup>1</sup>	122,39		5,6%	
Moyenne pondérée 3 mois <sup>1</sup>	115,60		11,8%	
Moyenne pondérée 6 mois <sup>1</sup>	106,12		21,8%	
Moyenne pondérée 1 an <sup>1</sup>	100,13		29,1%	
	Valeur par action excluant le dividende (en €)		Prime / décôte du montant de l'indemnisation du retrait obligatoire (125,00€)	
	Min	Max	Min	Max
	Multiples de sociétés comparables cotées	95116	7,8%	31,6%
	Multiples de transactions comparables	101124	0,8%	23,8%
	Valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers	87123	1,6%	43,7%
	Somme des parties (comparables cotés)	85107	16,8%	47,1%
	Somme des parties (actualisation des flux futurs disponibles)	101114	9,6%	23,8%

Note: 1 Source : Datastream au 16 janvier 2007; les moyennes pondérées sont calculées sur la base des moyennes pondérées quotidiennes.

Le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire se situe dans le haut de la fourchette de valorisation, et représente une prime pouvant aller jusqu'à 47,1% sur les valeurs des AGF induites par les différentes méthodes de valorisation.

#### 4.4 COMPARAISON DU MONTANT DE L'INDEMNISATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE AVEC LA CONTREVALEUR DE L'OFFRE ET AVEC LE COURS DE BOURSE DES AGF APRES LE 16 JANVIER

Le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire a été comparé avec la valeur moyenne du cours des AGF à différentes dates et sur différentes périodes après l'annonce de la transaction, ainsi qu'à la contrevaletur théorique de l'Offre à différentes dates sur la base du cours d'Allianz. Le tableau ci-après résume les niveaux de prime offerts par le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire, augmenté du dividende de 4,25 euros par action (129,25 euros), par rapport à la contrevaletur de l'Offre ainsi qu'au cours de l'action AGF sur différentes périodes.

Méthodologie	Valeur par action incluant le dividende (en €)	Prime / décôte du montant de l'indemnisation du retrait obligatoire augmenté du dividende 2006 (129,25€)
Contrevaletur de l'Offre à la date du règlement-livraison (3 mai 2007)	129,23	0,0%
Valeur moyenne de l'Offre pendant la période d'Offre	127,13	1,7%
Contrevaletur de l'Offre à la date de référence (16 janvier 2007)	126,43	2,2%
Cours moyen d'AGF pendant la période d'Offre	126,35	2,3%
Cours d'AGF le plus haut la période d'Offre	128,51	0,6%
Cours d'AGF le plus bas la période d'Offre	124,90	3,5%
Contrevaletur de l'Offre au 8 mai 2007	128,68	0,4%

Note : le 8 mai 2007 correspond au dernier jour avant l'annonce de la procédure de retrait obligatoire. La valeur de l'Offre de 128,68€ inclut le dividende d'Allianz

Le montant de l'indemnisation du retrait obligatoire de 125,00 euros et le dividende 2006 de 4,25 euros se comparent favorablement à la contrevaletur de l'Offre ainsi qu'au cours des AGF depuis le 16 janvier 2007.

*« Au conseil d'administration de la société Assurances Générales de France,*

Dans le cadre du retrait obligatoire des actions de la société Assurances Générales de France (AGF) initié par les sociétés Allianz SE et Allianz Holding France SAS, nous avons été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné lors de sa séance du 9 mai 2007 par le conseil d'administration d'AGF, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006). Nos diligences sont décrites au point 3 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société AGF et ses banques-conseil ainsi que par les banques présentatrices du retrait obligatoire, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

## 1. Présentation de l'opération

### 1.1 *Sociétés concernées par l'opération*

#### 1.11 Présentation d'AGF

AGF est la holding de tête d'un groupe opérant dans les domaines de l'assurance vie et non-vie ainsi que dans la gestion d'actifs et marginalement dans la banque. La société AGF n'a pas d'activité opérationnelle.

Ses actions sont cotées depuis 1976. Elles sont admises sur le Compartiment A de l'Eurolist d'Euronext Paris et la valeur a fait partie de l'indice CAC 40 jusqu'au 10 avril 2007. Le capital social se compose de 193.130.778 actions au 21 mai 2007, dont 178 030 698 détenues par Allianz (environ 92,2 % du capital).

#### 1.12 Présentation d'Allianz SE

Allianz SE est la société de tête d'un groupe de banque et d'assurance de dimension mondiale, exerçant principalement ses activités en Europe. Elle a été constituée en 1890 à Berlin et a été transformée en *Societas Europaea* (SE) à l'occasion de la fusion par absorption de Riunione Adriatica di Sicurtà (RAS) par Allianz AG (approuvée le 6 février 2006 et effective le 16 octobre 2006).

Ses actions sont cotées sur les bourses de Francfort, Londres, Zurich, Paris (depuis le 16 juin 1998) ainsi que sur le NYSE (depuis le 3 novembre 2000). Le capital social se compose de 449 124 357 actions au 30 avril 2007.

## **1.2 Contexte et termes de la procédure de retrait obligatoire**

### **1.21 Contexte**

Allianz détient le contrôle du groupe AGF depuis 1998, à la suite de l'offre publique d'achat lancée en novembre 1997. Dans le cadre de cette offre, Allianz avait précisé que la philosophie de son projet reposait sur le maintien de l'autonomie et du caractère français d'AGF.

A ce jour, AGF constitue une des principales filiales d'Allianz et a pris la responsabilité de toutes les activités du groupe en France, au Benelux, en Amérique du Sud et en Afrique, ainsi que la responsabilité des services d'assistance et d'assurance-crédit.

Allianz<sup>1</sup> a lancé le 17 janvier 2007 une offre publique mixte simplifiée portant sur les actions AGF qu'elle ne détenait pas, soit environ 38 % du capital. A la clôture de l'offre le 20 avril 2007<sup>2</sup>, Allianz détenait 178 030 698 actions AGF, lui conférant plus de 95 % des droits de vote compte tenu des 6 199 392 actions auto-détenues par AGF.

L'article 237-14 du règlement général de l'AMF prévoit dans ce cas que l'initiateur peut, dans un délai de trois mois, « *se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires* ». Le transfert intervient alors sans nouvelle offre publique préalable.

Allianz a annoncé dans un communiqué du 9 mai 2007 son intention de lancer la procédure de retrait obligatoire.

### **1.22 Termes de la procédure de retrait obligatoire**

L'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF est fixée à 125 euros par action, étant entendu que le dividende relatif à l'exercice 2006 (4,25 euros) a été détaché le 10 mai 2007.

En ce qui concerne les conséquences fiscales du retrait obligatoire pour les actionnaires d'AGF, nous observons qu'elles sont, pour les résidents français, identiques à celles ayant résulté des termes de l'offre publique mixte simplifiée initiée par Allianz en janvier 2007 pour les actionnaires d'AGF ayant choisi d'apporter leurs actions à l'offre.

## **2. Déclaration d'indépendance**

### **2.1 Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération**

---

<sup>1</sup> Allianz SE de concert avec Allianz Holding France SAS

<sup>2</sup> Cf Avis AMF n°207C0746 du 27 avril 2007

Nous sommes intervenus en qualité d'expert indépendant, au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration d'AGF, dans le cadre de l'offre publique mixte initiée par Allianz SE et Allianz Holding France SAS sur des actions AGF en janvier 2007. Notre désignation concernant la présente mission entre dans le cadre des dispositions de l'Instruction n° 2006-08 précitée, permettant à un expert de procéder à une nouvelle mission auprès d'une cible dans le délai de 18 mois « *si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente* ». Au cas particulier, la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire constitue bien le prolongement de l'offre publique mixte simplifiée.

Nous sommes intervenus en octobre 2006 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la garantie de cours sur la société PagesJaunes Groupe, opération dans laquelle :

- la banque JP Morgan intervenait comme conseil de la société PagesJaunes Groupe et la banque BNP Paribas comme banque présentatrice de la garantie de cours. Ces deux banques sont conseils d'AGF dans le cadre de la présente opération ;
- la banque Goldman Sachs International intervenait comme banque présentatrice de la garantie de cours. Elle est banque présentatrice de l'offre dans le cadre de la présente opération.

Nous sommes intervenus en mars 2006 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la garantie de cours suivie d'une OPR-RO sur la société SANEF, opération dans laquelle les banques JP Morgan et Calyon intervenaient comme présentatrices de l'offre. Dans le cadre de la présente opération, JP Morgan est conseil d'AGF et Calyon est banque présentatrice.

Nous sommes intervenus en septembre 2005 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS sur la société Unilog, opération dans laquelle la banque BNP Paribas intervenait comme présentatrice de l'offre. Cette banque est conseil d'AGF dans le cadre de la présente opération.

Nous considérons que la mission qui nous est confiée par la société AGF, combinée avec les missions précitées, ne nous conduit pas à intervenir de manière répétée avec lesdits établissements, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

## **2.2 Relations professionnelles**

Monsieur René Ricol, président de Ricol, Lasteyrie & Associés, a été nommé par arrêté ministériel président du conseil d'orientation de France Investissement, dispositif d'Etat qui met en œuvre un partenariat public-privé destiné à dynamiser l'industrie du capital risque et du capital développement en France et à augmenter le financement disponible pour les PME pour stimuler leur croissance.

Le conseil d'orientation précité, placé auprès du Premier Ministre, comprend vingt et un membres nommés par arrêté ministériel, dont Monsieur François Thomazeau, directeur général d'AGF.

Cette situation n'est pas susceptible d'affecter l'indépendance ou l'objectivité du jugement du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés dans la mesure où :

- France Investissement résulte d'une initiative gouvernementale ;
- Monsieur Ricol, comme les autres membres du conseil d'orientation, n'est pas nommé par les institutions participant à France Investissement mais par arrêté ministériel. Son mandat n'est pas rémunéré ;
- Le conseil d'orientation n'est pas en charge de la gestion de France Investissement, qui est assurée par une société de gestion filiale de la Caisse des Dépôts.

## 2.3 Attestation

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

## 3. Description des diligences effectuées

Nos diligences ont notamment consisté à mettre en œuvre une approche multicritère de la valeur du groupe AGF, sur la base des travaux d'évaluation que nous avons effectué dans le cadre de l'offre publique mixte simplifiée.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation analogiques, nous avons étudié les informations boursières disponibles sur la société AGF et sur les sociétés et transactions comparables, à partir de nos bases de données. Nous avons en particulier établi notre propre consensus à partir des notes d'analystes financiers parues entre février et mai 2007.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation intrinsèques, nous nous sommes entretenus avec le management d'AGF afin de nous assurer que le plan d'affaires (« *Business Plan* ») et les perspectives du groupe n'étaient pas remis en cause par les réalisations des premiers mois de l'exercice 2007.

Nous avons pris connaissance des dernières informations financières diffusées par AGF.

Nous avons procédé à un examen critique du rapport d'évaluation établi par les banques présentatrices du retrait obligatoire, ainsi que du rapport établi par les banques-conseil d'AGF.

Nous avons obtenu des lettres d'affirmations des managements respectifs d'AGF et d'Allianz.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5.

## 4. Evaluation d'AGF

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation d'AGF.

### 4.1 Présentation des méthodes d'évaluation

#### 4.11 *Méthodes d'évaluation écartées*

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

### **Méthode de l'actif net comptable consolidé (ANC)**

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur incorporelle des activités du groupe AGF, en particulier sa capacité à générer des affaires nouvelles profitables, n'est que partiellement reflétée par l'actif net comptable consolidé. Pour information, l'actif net consolidé par action AGF<sup>3</sup> ressort à 55,65 euros au 31 décembre 2006, avant répartition.

### **Méthode de l'actif net réévalué (ANR)**

Cette méthode n'a pas été utilisée en tant que telle dans la mesure où elle ferait double emploi avec la méthode fondée sur l'estimation des flux de résultats futurs distribuables aux actionnaires, utilisée ci-après dans l'analyse fondamentale de la valeur par sommation des parties (voir point 4.12). Il convient toutefois de noter que l'ANR constitue un agrégat intermédiaire dans l'approche dite « *Embedded Value* » (voir ci-après au point 4.12 la présentation des agrégats utilisés).

### **Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie**

Cette méthode n'a pas été utilisée car elle est peu adaptée à l'évaluation des activités financières (assurance et banque) dans la mesure où elle ne tient pas compte de la nécessité, pour l'exercice de celles-ci, d'immobiliser des fonds propres, en fonction de différentes contraintes (exigences réglementaires ou attentes des agences de notation).

### **Méthode du rendement**

Cette méthode n'a pas été utilisée en tant que telle dans la mesure où elle ferait double emploi avec la méthode fondée sur l'estimation des flux de résultats futurs distribuables aux actionnaires, utilisée ci-après dans l'analyse fondamentale de la valeur par sommation des parties (voir ci-après au point 4.12).

Pour information, nous rappelons que le groupe AGF distribue régulièrement un dividende présentant un fort rendement : 4,25 euros en 2007 au titre de l'exercice 2006, soit 4,23 % de rendement sur la base du cours moyen pondéré 12 mois au 17 janvier 2007.

## **4.12 Méthodes d'évaluation retenues**

### **Prise en compte des instruments dilutifs**

Le nombre d'actions en circulation, arrêté au 21 mai 2007, s'élève à **186 939 530**. Nous prenons en compte la dilution induite par les 1 032 208 stock options existantes à cette date selon la méthode dite « *Treasury* », sur la base de l'indemnisation fixée pour le retrait obligatoire, soit 125 euros par action. Il en résulte un nombre d'actions dilué de **187 421 574**.

---

<sup>3</sup> Sur la base du nombre d'actions dilué

### **Méthode de la référence aux transactions récentes sur le capital de la société**

Cette méthode consiste à évaluer la société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital. L'offre publique mixte simplifiée lancée en janvier 2007 par Allianz visait une large part du capital d'AGF (38 %). Elle a été suivie par environ 88 % des actionnaires minoritaires. Elle constitue de ce fait une référence de valorisation tout à fait pertinente.

### **Méthode de la référence au cours de bourse de la société**

Compte tenu de l'incidence sur le cours de bourse d'AGF des paramètres de l'offre publique mixte simplifiée initiée par Allianz le 17 janvier 2007, le cours de bourse après cette date constitue une référence de valorisation secondaire. Nous la retenons toutefois compte tenu de la liquidité toujours importante de l'action AGF.

### **Référence aux objectifs de cours des analystes financiers**

La référence aux objectifs de cours des analystes financiers, complémentaire à la méthode de la référence au cours de bourse, consiste à valoriser une action faisant l'objet de nombreuses études des analystes financiers au travers des valorisations anticipées par ceux-ci. Elle présente un caractère prospectif. Il convient toutefois de souligner que le nombre d'analyses publiées sur l'action AGF s'est considérablement réduit depuis janvier 2007.

### **Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables**

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés significatifs.

### **Choix de l'échantillon**

Une société cotée peut être considérée comme étant comparable à AGF dès lors qu'elle présente des similitudes en termes de domaine d'activité (présence sur les domaines d'assurance « vie » et « non-vie »), de niveau de volatilité, de taille et de perspectives de croissance.

### **Agrégats analysés et multiples boursiers**

La méthode des comparables boursiers repose usuellement, en matière d'assurance, sur l'analyse des multiples de résultat net consolidé part du groupe, d'actif net réévalué et d'« *Embedded Value* », terme d'origine anglo-saxonne désignant la somme de l'actif net réévalué (ANR ou NAV en anglais -*Net Asset Value*-) et de la valeur des contrats d'assurance-vie en portefeuille à une date donnée, après rémunération des fonds propres nécessaires et sous déduction de la valeur des options et garanties accordées aux assurés. L'« *Embedded Value* » n'est pas reflétée par l'actif net comptable ou l'actif net

réévalué du fait des règles de provisionnement imposées aux entreprises d'assurance par la réglementation, y compris lorsqu'elles établissent leurs comptes consolidés conformément aux normes IFRS.

Dans notre approche, nous privilégions les multiples de résultat net et d'« *Embedded Value* » dans la mesure où celle-ci inclut, par définition, l'ANR.

Pour chacune des sociétés retenues dans nos échantillons, nous avons constitué notre propre consensus d'analystes pour estimer les agrégats 2007 et 2008 de résultat net et d'« *Embedded Value* ».

Afin de tenir compte du détachement de dividende AGF intervenu le 10 mai 2007 :

- la capitalisation boursière des sociétés comparables est mesurée sur la base d'un cours sport après détachement du dividende 2006,
- les « *Embedded Values* » 2006 des sociétés comparables et d'AGF sont diminuées des distributions de dividendes intervenues au titre de 2006.

### **Méthode des multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables**

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat de sociétés cotées ou non, récemment intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu à des engagements spécifiques (garanties de passif et autres) qui restent souvent confidentiels et ne permettent pas d'avoir une approche précise de la valorisation.

En outre, les multiples induits par les opérations comprennent des primes de contrôle parfois significatives qu'il est difficile de retraiter de manière fiable.

En ce qui concerne les agrégats étudiés, nous retenons, comme dans l'approche par les comparables boursiers, le résultat net et l'« *Embedded Value* ». Nous appliquons les multiples issus de l'échantillon de transactions à des agrégats moyens d'AGF (2005-2006-2007(e) pour le résultat net, et 2005-2006 pour l'« *Embedded Value* »). Afin de tenir compte du détachement de dividende AGF intervenu le 10 mai 2007, nous déduisons la distribution de la valeur totale obtenue.

### **Analyse de la valeur intrinsèque du groupe AGF**

Compte tenu de la présence d'AGF sur quatre domaines d'activité financière aux caractéristiques différentes (assurance « vie » et « non-vie », banque et gestion d'actifs), il convient d'apprécier la valeur fondamentale du groupe selon une approche par sommation des parties.

Afin de valoriser les activités « assurance non-vie », « assurance crédit », « banque » et « gestion d'actifs » d'AGF, nous avons utilisé la méthode dite « DDM » (*Discounted Dividend Method*), consistant à évaluer directement les fonds propres part du groupe relatifs à ces activités par estimation d'un flux de résultat distribuable aux actionnaires, après allocation d'une part du résultat aux fonds propres immobilisés nécessaires à l'exercice d'une activité financière. Pour les activités « banque » et « gestion d'actifs », nous avons confronté les résultats de la méthode DDM avec ceux d'une approche analogique afin de nous assurer de la cohérence des valeurs. Pour l'activité d'assurance-crédit, nous avons confronté les résultats de la méthode DDM avec le cours de bourse d'Euler-Hermès.

Afin de valoriser les activités « assurance vie » d'AGF, nous avons utilisé la méthode dite de l'« *Appraisal Value* » consistant à évaluer directement les fonds propres part du groupe relatifs à ces activités par addition de (i) la capacité du groupe à générer des affaires nouvelles (capitalisation de la valeur du « *New Business* ») et de (ii) l'« *Embedded Value* » (telle que définie ci-dessus), étant entendu que la valorisation des affaires nouvelles tient également compte de la rémunération des fonds propres nécessaires à l'exercice de l'activité.

Lorsque les fonds propres réels d'une activité financière donnée sont supérieurs aux fonds propres immobilisés nécessaires à l'exercice de l'activité, se pose la question d'un éventuel excédent de fonds propres (« *Excess Capital* »), qui peut être considéré comme immédiatement distribuable aux actionnaires. Une fois déterminé, cet excédent de fonds propres est valorisé directement par un multiple de 1x et ajouté à la valeur réelle des fonds propres, déterminée selon les méthodes DDM et « *Appraisal Value* ».

Nous avons enfin tenu compte :

- des coûts de structure (nets d'impôt) par capitalisation ;
- de la valeur actuelle de la dette « *corporate* » non appréhendée par ailleurs ;
- de l'entrée de trésorerie liée aux exercices de stock options depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007 et de la sortie de trésorerie consécutive à la distribution du dividende 2006.

#### Appréciation des synergies liées à l'opération

Les managements respectifs des groupes AGF et Allianz nous ont affirmé qu'ils n'ont pas connaissance de synergies liées à l'opération. Par ailleurs, comme indiqué au point 4.1.1 du projet de note d'information conjointe, Allianz n'anticipe aucune synergie liée à l'opération, AGF étant déjà majoritairement détenu par Allianz et étant par conséquent déjà soumis au programme d'amélioration de la productivité mise en œuvre.

## **4.2 Résultats chiffrés de l'évaluation d'AGF**

### **4.21 Référence à l'offre publique mixte simplifiée**

Appréciée sur la période s'étendant de la date d'annonce de l'offre (18 janvier 2007) jusqu'à la date de publication des résultats par l'AMF (27 avril 2007), l'offre publique mixte simplifiée fait ressortir les contrevaleurs suivantes :

#### **Période : 18.01.07 / 27.04.07**

<i>Euros</i>	Allianz	Contrevaleur (1)
Cours moyen pondéré	156,8	126,7
Cours minimum	148,2	124,5
Cours maximum	168,2	129,6

(1) : 87,5€ + 0,25 Allianz

Les contrevaleurs sont présentées ci-dessus avant distribution des dividendes 2006 d'AGF et Allianz. L'incidence du détachement du dividende Allianz le 3 mai 2007 a été neutralisée lors du règlement-livraison de la contre valeur de l'offre (versement de 0,95 euro complémentaire par action AGF). En revanche, le dividende AGF a été détaché après règlement-livraison de l'offre. La comparaison de la contre valeur de l'offre à l'indemnisation du retrait obligatoire n'est en conséquence possible qu'en retranchant de la contre valeur de l'offre le dividende 2006 perçu le 10 mai 2007 par les actionnaires d'AGF n'ayant pas apporté à l'offre d'Allianz :

**Période : 18.01.07 / 27.04.07**

	<i>Euros</i>	<i>Allianz</i>	<i>Contrevaleur ex div AGF (1)</i>
Cours moyen pondéré		156,8	122,5
Cours minimum		148,2	120,3
Cours maximum		168,2	125,3

(1) : 87,5€ + 0,25 Allianz - 4,25€

Nous observons que l'indemnisation fixée à 125 euros par action AGF correspond à la contre valeur de l'offre publique mixte simplifiée, mesurée sur la base du cours spot de l'action Allianz (Bloomberg : 163,4 euros) au 3 mai 2007<sup>4</sup>, soit 129,2 euros diminuée du coupon AGF (4,25 euros) perçu par les actionnaires le 10 mai 2007.

Cette situation est conforme à la pratique généralement observée sur l'ensemble des opérations de retrait obligatoires intervenues depuis 2004 en France à la suite d'offres publiques.

Rappel des transactions significatives antérieures sur le capital de la société

Pour mémoire, nous rappelons les transactions significatives précédentes intervenues sur le capital de la société AGF :

- privatisation par voie d'offre publique de vente en juin 1996 (prix par action de 128 francs, soit 19,51 euros) ;
- offre publique d'achat en février 1998 initiée par Allianz au prix de 320 francs<sup>5</sup> (soit 48,78 euros).

#### **4.22 Cours de bourse**

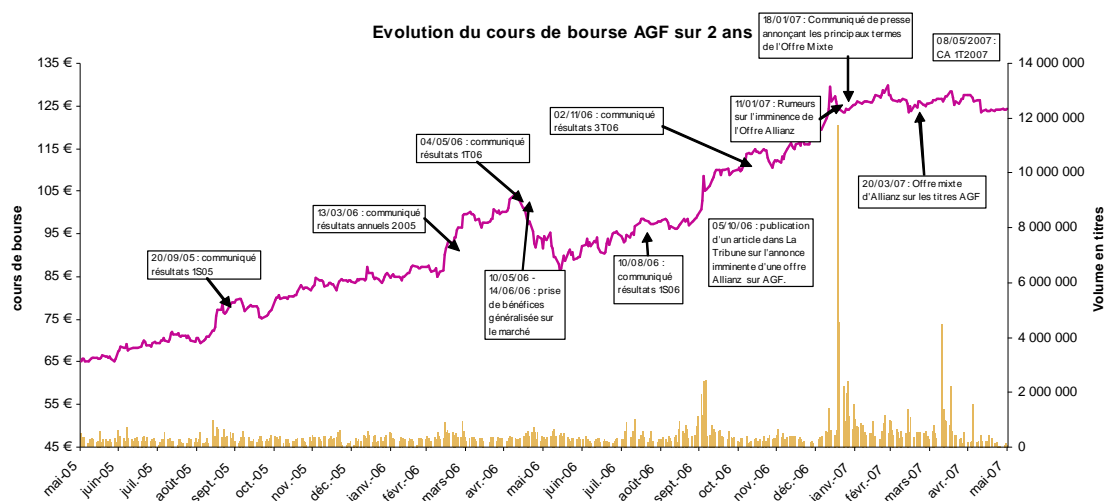
L'action AGF (code ISIN FR0000125924) est admise sur le compartiment A de l'Eurolist d'Euronext Paris. Cotée depuis 1976, elle a fait partie de l'indice CAC 40 jusqu'au 10 avril 2007.

<sup>4</sup> Date de règlement-livraison de l'offre publique mixte simplifiée

<sup>5</sup> Branche principale. Une branche subsidiaire prévoyait la remise aux actionnaires d'AGF d'un BCFG garantissant à échéance juin 2000 une valeur de 360 francs, soit 54,88 €.

A la suite de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz, le flottant de l'action représente 4,61 % du capital. Les volumes moyens quotidiens échangés depuis le 23 avril 2007 (premier jour de cotation après la clôture de l'offre d'Allianz) s'élèvent à environ 243 milliers de titres.

Le cours de bourse de l'action AGF a évolué comme suit depuis deux ans :



Les cours de bourse d'AGF, mesurés au 8 mai 2007 (dernier jour de cotation avant annonce de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire par Allianz) se présentent comme suit (source Datastream, excepté spot -source Bloomberg-) :

Au 08/05/2007	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	Spot
<b>Cours AGF</b>					
Cours moyen pondéré par les volumes	114,3 €	124,2 €	126,5 €	126,9 €	126,3 €
Cours minimum	86,2 €	110,6 €	123,6 €	125,4 €	
Cours maximum	129,7 €	129,7 €	129,7 €	128,5 €	

Toutefois, compte tenu du détachement du coupon AGF en date du 10 mai 2007, l'indemnisation proposée doit s'apprécier par rapport à un cours AGF retraité du coupon. Ainsi, nous présentons ci-dessous les moyennes de cours AGF retraités du coupon pour les cours spot, moyens pondérés 1 mois, 3 mois et 6 mois.

Au 08/05/2007	1 an	6 mois *	3 mois *	1 mois *	Spot *
<b>Cours AGF retraité du coupon *</b>					
Cours moyen pondéré par les volumes	114,3 €	120,0 €	122,2 €	122,6 €	122,0 €
Cours minimum	86,2 €	106,4 €	119,3 €	121,1 €	
Cours maximum	129,7 €	125,5 €	125,5 €	124,3 €	

\* Coupon de 4,25€ détaché le 10/05/2007

Après annonce de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire (reprise de cotation coupon détaché le 10 mai 2007), le cours de bourse a évolué entre 123,41 euros et 124,5 euros.

A titre d'information, nous rappelons ci-après les cours de bourse d'AGF, mesurés au 17 janvier 2007 (dernier jour de cotation avant annonce de l'offre d'Allianz) et non retraités du dividende 2006 (source Datastream, excepté spot) :

AGF	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	Spot *
<b>Cours en €</b>					
Cours moyen	100,4 €	106,4 €	116,2 €	122,6 €	124,8 €
Cours min	83,6 €	90,4 €	108,8 €	115,8 €	
Cours max	129,4 €	129,4 €	129,4 €	129,4 €	

\* Source Bloomberg

#### 4.23 Objectifs de cours des analystes financiers

Sur la base des études publiées par 11 bureaux d'analyse entre l'annonce de l'offre publique mixte simplifiée (18 janvier 2007) et l'annonce de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire (9 mai 2007), la fourchette hors extrêmes des objectifs de cours des analystes s'établit entre 122 et 130 euros, pour une moyenne et une médiane de 126 euros.

Les objectifs de cours ci-dessus n'intègrent pas l'incidence de la distribution de dividende par AGF le 10 mai 2007. Après retraitement de cette incidence, la fourchette hors extrêmes des objectifs de cours des analystes s'établit entre **117,8** et **125,8 euros**, pour une moyenne et une médiane de **121,8 euros**.

Nous n'avons connaissance d'aucune note d'analyse publiée après le 9 mai 2007.

#### 4.24 Multiples boursiers

Pour notre échantillon, nous avons sélectionné des compagnies d'assurances européennes intervenant à la fois en assurance « vie » et « non vie », de taille importante et moyenne et intervenant sur des marchés comparables à AGF : Axa, Aegon, Aviva, Generali et Fondaria SAI.

Nous obtenons les multiples suivants, sur la base des données réelles 2006 et estimées issues des consensus d'analystes pour 2007 et 2008 :

Multiples	PE			P / EV		
	2 006	2007e	2008e	2 006	2007e	2008e
<b>Axa</b>	13,4x	11,5x	10,4x	1,9x	1,7x	1,5x
<b>Aegon</b>	8,9x	10,5x	9,7x	1,1x	1,1x	1,0x
<b>Aviva</b>	9,3x	10,2x	9,5x	1,1x	1,3x	1,2x
<b>Generali</b>	18,1x	15,1x	12,8x	1,8x	1,5x	1,4x
<b>Fondiaria SAI</b>	9,9x	9,2x	8,7x	1,4x	1,3x	1,1x
<b>Moyenne</b>	<b>11,9x</b>	<b>11,3x</b>	<b>10,2x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>

Appliqués aux agrégats d'AGF (réels 2006 corrigés des éléments exceptionnels, plan d'affaires ou consensus d'analystes pour 2007 et 2008), les multiples moyens font ressortir une fourchette de valeur d'AGF comprise entre **92,4** et **115,8 euros** par action après dividende 2006.

#### 4.25 Transactions comparables

Notre échantillon de transactions comparables est identique à celui que nous avons utilisé dans le cadre de l'offre publique mixte simplifiée, à l'exception de l'offre de rachat de 9 % du capital d'Allianz Leben (Allemagne) par Allianz en janvier 2007, qui n'a pas connu une suite positive :

- Opérations de rachat de minoritaires par des groupes d'assurance :
  - 7,2 % du capital d'Axa Konzern (Allemagne) par Axa en décembre 2005 ;
  - 20,9 % du capital de RAS (Italie) par Allianz en septembre 2005 ;
  - 33,3 % du capital d'Aurora (Italie) par Unipol en décembre 2006 ;
  - 6,2 % du capital de Generali Schweiz (Suisse) par Generali en mars 2006 ;
  - 32,6 % de Generali Vienna (Autriche) par Generali en mars 2006 ;
  - 29,1 % du capital d'AMB (Allemagne) par Generali en mars 2006.
- Opérations de prise de contrôle :
  - acquisition de Toro (Italie) par Generali en décembre 2006 ;
  - acquisition de Winterthur (Suisse) par Axa en juin 2006.

Les multiples relatifs aux transactions retenues ont été déterminés à partir des valeurs induites par les prix d'acquisition et les agrégats financiers historiques de ces sociétés sur l'année fiscale précédant la date de réalisation de l'opération.

Nous obtenons les multiples suivants :

Acquéreur	Cible	Date	% acquis	P/EV	PE
AXA	AXA Konzern	21/12/05	7,2%	N/A	11,4x
Allianz	RAS	12/09/05	20,9%	1,7x	17,8x
Unipol	Aurora	11/12/06	33,3%	2,2x	17,7x
Generali	Generali Schweiz	06/03/06	32,6%	N/A	12,1x
Generali	Generali Vienna	06/03/06	6,2%	N/A	16,1x
Generali	AMB	06/03/06	29,1%	1,3x	15,7x
Generali	Toro	12/12/06	44,5%	2,1x	18,0x
Axa	Winterthur	14/06/06	100,0%	1,6x	11,5x
<b>Moyenne</b>				<b>1,8x</b>	<b>15,0x</b>

Appliqués aux agrégats d'AGF (corrigés des éléments exceptionnels), les multiples moyens font ressortir une fourchette de valeur d'AGF comprise entre **109,0** et **130,4 euros** par action après dividende 2006.

#### 4.26 Valeur intrinsèque par sommation des parties

L'approche par somme des parties consiste à évaluer séparément chaque segment d'activité du groupe AGF sur la base des caractéristiques et des références d'évaluation propres à chaque métier.

La valorisation du groupe AGF a été réalisée sur la base des pôles d'activité suivants :

- le pôle « vie » ;
- le pôle « non vie » regroupant les activités Biens et Responsabilité ;
- le pôle « assurance crédit » (*Euler Hermès*) ;
- le pôle « assistance » (*Mondial Assistance*) ;
- le pôle « activités bancaires et gestion d'actifs ».

##### 4.261 Evaluation du pôle « vie »

L'activité « Vie » a été évaluée sur la base de l'« *Appraisal value* » consistant à évaluer directement les fonds propres part du groupe relatifs à cette activité par addition de « *l'Embedded Value* » (telle que définie ci-dessus au point 4.12) et de la valeur des affaires nouvelles.

#### • Embedded Value

Nous nous sommes fondés sur les données d'« *Embedded Value* » fournies par AGF à fin 2006, que nous avons actualisées à fin mai 2007 :

Fin mai 2007					
M€	France	Belgique	Pays Bas	Espagne	TOTAL
NAV Vie	2 133	281	284	106	2 804
PVFP	3 662	639	336	76	4 713
Coût du risque et des garanties	(653)	(142)	(47)	(48)	(890)
Résultat Janvier - Mai 2007	149	67	15	15	245
<b>EMBEDDED VALUE</b>	<b>5 291</b>	<b>845</b>	<b>588</b>	<b>149</b>	<b>6 872</b>

La détermination de l'*Embedded Value* conduit aux commentaires suivants :

- elle intègre l'actif net réévalué du pôle « vie » (« *Net Asset Value* » - NAV) calculé sur la base des capitaux alloués au 31 décembre 2006, la valeur actuarielle du portefeuille de contrats d'assurances vie actuellement en vigueur (PVFP) et le coût des options et garanties données aux assurés ;

- elle repose sur une actualisation réalisée sur la base du taux sans risque. A titre indicatif, l'analyse de sensibilité conduit à une fourchette de variation de +228 M€ à -289 M€ pour une variation de  $\pm 100$  points de base sur le taux sans risque ;
- elle est calculée par AGF et fait l'objet d'une revue méthodologique par un cabinet indépendant (Tillinghast).

Nous avons mis à jour de l'*Embedded Value* à fin mai 2007 en tenant compte de l'incidence du résultat net de l'activité « vie » sur la période janvier-mai 2007.

Ainsi, l'*Embedded Value* « vie » du groupe AGF, estimée à fin mai 2007, ressort à **6,9 milliards d'euros**.

- ***Valeur des affaires nouvelles***

La valeur des affaires nouvelles correspond à la valeur résultant de la vente à venir de nouveaux contrats, incluant les renouvellements attendus sur ces nouveaux contrats et les évolutions prévues de ces derniers.

La valorisation des affaires nouvelles a été réalisée sur la base des données suivantes :

- nous avons retenu la valeur des affaires nouvelles communiquées par AGF sur la période du plan en retenant, pour notre actualisation, une valeur terminale basée sur la valeur des affaires nouvelles fin 2009 (inchangée par rapport à nos travaux au 31 décembre 2006) ;
- nous utilisons un taux d'actualisation calculé sur la base du coût des capitaux propres retenu pour AGF (9,6 %), majoré d'une prime de risque additionnelle destinée à prendre en compte l'aléa propre à une valeur d'affaires nouvelles actualisée à l'infini. Les flux sont actualisés à fin mai 2007 (première période de mai à décembre 2007). Par ailleurs, nous retenons une hypothèse de taux de croissance à l'infini qui diffère selon les pays de manière à prendre en compte le degré de maturité de l'assurance-vie de chaque zone géographique ;
- selon les hypothèses décrites précédemment, la valeur des affaires nouvelles, correspondant au goodwill attaché à l'activité « vie », oscille entre **2,1 et 2,4 milliards d'euros**.

La valeur totale des activités vie (« *Appraisal value* ») s'établit dans une fourchette de **9 à 9,3 milliards d'euros**.

#### 4.262 *Evaluation du pôle « Non Vie »*

La valorisation du segment « Non Vie » a été réalisée sur la base d'une actualisation des flux futurs, après prise en compte de l'allocation d'une quote-part du résultat aux fonds propres nécessaires à l'exercice de l'activité.

Notre approche distingue l'activité non vie réalisée en France et celle réalisée à l'international afin de tenir compte de perspectives de croissance et de rentabilité différentes.

L'actualisation des flux futurs repose sur les principes méthodologiques suivants :

- la prise en compte du plan d'affaires des AGF sur la période 2007 – 2009. Au-delà, nous avons extrapolé le plan à horizon 2017 sur la base des informations fournies par le management ou en fonction de nos propres hypothèses d'activité ;
- la prise en compte d'un résultat de placements financiers qui a fait l'objet d'une modélisation au-delà de 2009 sur la base d'hypothèses d'allocations des placements financiers et de taux de rendement net ;
- la détermination d'un coût des fonds propres égal à 9,6 % fondé sur les hypothèses de taux sans risque et de primes de marché fournies par *Associés en Finance* (mai 2007) et d'un consensus *Bloomberg* de coefficients Beta de sociétés comparables ;
- un taux d'impôt sur les sociétés normatif ;
- des évolutions de capitaux alloués et de bases de placements corrélées avec notre hypothèse de croissance des primes ;
- une actualisation des flux à fin mai 2007 (première période de mai à décembre 2007).

- **Activité « Non Vie France »**

Sur la base des principes méthodologiques exposés précédemment, la valorisation de l'activité « Non Vie » en France a été réalisée en prenant en compte ses propres caractéristiques et perspectives d'activité, à savoir :

- concernant les primes, nous avons retenu les hypothèses fournies par le management jusqu'en 2009. Au-delà, nous avons extrapolé une décroissance par palier du taux de croissance des primes afin d'aboutir à notre hypothèse de taux de croissance à l'infini en fin de plan (2 %). Sur la période 2010 – 2017, la croissance moyenne des primes ressorts à 2,3 % ;
- en ce qui concerne nos hypothèses de ratio combiné :
  - le plan communiqué par les AGF intègre dans le segment non vie France les coûts de holding du groupe qui comprennent principalement des coûts administratifs et une charge financière correspondant à la dette financière propre au groupe AGF. Dans notre approche par somme des parties, nous retraisons ces frais de holding de manière à externaliser un ratio combiné propre au segment non vie France et afin d'identifier et d'isoler l'impact des coûts de structure et de la dette financière sur la valeur du groupe AGF ;
  - sous réserve de ce retraitement, notre hypothèse de ratio combiné est en ligne avec le taux retenu par le management en 2009 et légèrement inférieur au ratio 2006.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur du segment non vie France ressort dans une fourchette comprise entre **4,4 et 5 milliards d'euros**.

- **Activité « Non Vie International »**

L'évaluation du segment « Non Vie » hors de France regroupe les activités exercées principalement en Espagne, au Benelux et en Amérique du Sud.

- concernant les primes, nous avons retenu les hypothèses fournies par le management jusqu'en 2009. Au-delà, nous avons extrapolé une décroissance par palier du taux de croissance des

primes afin d'aboutir à notre hypothèse de taux de croissance à l'infini en fin de plan. Sur la période 2010 – 2017, la croissance moyenne des primes ressorts à 3,1 % ;

- nous avons retenu une hypothèse de ratio combiné supérieur de 0,5 point par rapport au taux retenu par le management en 2009 et en ligne avec le niveau retenu en 2007.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur du segment non vie International ressort dans une fourchette comprise entre **3,6 et 4,1 milliards d'euros**.

#### *4.263 Evaluation du pôle Assurance-crédit*

Au sein du groupe AGF, l'activité d'assurance-crédit est portée par le groupe Euler Hermes, filiale à hauteur de 68,8 % du groupe AGF et dont le solde du capital est coté à la Bourse de Paris – *Eurolist Compartiment A*.

Nous avons mené une approche d'évaluation multicritère fondée sur les méthodes suivantes :

- l'analyse du cours de bourse qui constitue, au cas présent, une méthode pertinente compte tenu d'un flottant supérieur à 20 % et d'un taux de rotation de ce dernier sur les 12 derniers mois significatif, étant proche de 90 %. Nous avons retenu un cours moyen 1 mois au 8 mai 2007 (veille de l'annonce par Allianz de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire des actions AGF) ;
- une approche par actualisation des flux futurs sur la base d'hypothèses de croissance de primes, d'évolution du ratio combiné et d'un rendement moyen des placements financiers ;
- à titre de recoupement, une analyse des rares transactions intervenues dans le secteur, des multiples boursiers d'un échantillon de sociétés d'assurances et du consensus des cours cibles des analystes financiers.

La mise en œuvre de ces méthodes conduit aux commentaires suivants :

- la méthode intrinsèque par actualisation des flux futurs et les méthodes analogiques fondées sur les multiples de comparables boursiers et les multiples de transactions conduisent à une fourchette de valeurs sensiblement inférieure à celle obtenue sur la base du cours de bourse ;
- dans notre valorisation du groupe AGF par somme des parties, nous retenons :
  - comme méthode centrale le cours de bourse pour valoriser le groupe Euler Hermes dans la mesure où il constitue une référence incontournable et, au cas présent, pertinente ;
  - en bas de fourchette, la moyenne de toutes les méthodes.

Compte tenu des commentaires précédents, nous retenons une valeur du groupe Euler Hermès comprise entre **2,9 à 3,4 milliards d'euros** (*en quote-part AGF*).

#### *4.264 Evaluation du pôle « Assistance »*

Au sein du groupe AGF, l'activité d'assistance est portée par le groupe Mondial Assistance, filiale à hauteur de 50 % du groupe AGF, le solde étant détenu par le groupe italien RAS, filiale du groupe Allianz.

Notre approche de valorisation de Mondial Assistance a été menée sur la base d'une actualisation des flux futurs et, à titre de recoupement, sur la base des multiples boursiers du secteur de l'assurance retenus pour AGF.

Dans la valorisation par somme des parties, nous privilégions la méthode intrinsèque pour valoriser le groupe Mondial Assistance eu égard aux points suivants :

- le groupe AGF anticipe de bonnes perspectives sur Mondial Assistance, dont la valorisation nous semble mieux prise en compte au travers de l'actualisation des flux futurs ;
- les résultats de la méthode des multiples boursiers doivent être appréciés avec prudence compte tenu de l'aléa sur la comparabilité de l'échantillon des compagnies d'assurances et de l'absence de société opérant sur le secteur de niche de Mondial Assistance.

Dès lors, nous retenons une valeur du groupe Mondial Assistance comprise entre **0,4 à 0,5 milliard d'euros** (*en quote-part AGF*).

#### *4.265 Evaluation du pôle « Activité bancaire et Gestion d'actifs »*

Le département « Gestions d'actifs » d'AGF gère à la fois des fonds groupe (fonds gérés pour le compte des sociétés d'assurance) et des fonds gérés pour le compte de tiers. Dès lors, l'application de multiples boursiers de résultats ou de fonds gérés nous semble moins pertinente compte tenu de la difficulté à apprécier la valeur des actifs gérés pour le compte du groupe.

La banque AGF constitue une activité en développement au sein du groupe AGF. Nous considérons que cette activité constitue, actuellement, un complément de services à l'égard de la clientèle des activités assurances.

Dans ce contexte, l'évaluation du pôle banque et gestion d'actifs a été réalisée sur la base d'une actualisation des flux futurs disponibles prenant en compte :

- sur la période 2007-2009, les hypothèses d'activité élaborées par le management ;
- au-delà, une extrapolation de la croissance des revenus et du résultat opérationnel en ligne avec les hypothèses arrêtées dans le plan en 2009 ;
- un taux d'impôt sur les sociétés normatif ;
- des évolutions de capitaux alloués corrélées avec notre hypothèse de croissance des primes.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur du segment Banque et gestion d'actifs ressort dans une fourchette comprise entre **1,0 et 1,1 milliards d'euros**.

- ***Appréciation du capital excédentaire (« Excess Capital »)***

Afin d'apprécier l'existence d'un éventuel capital excédentaire au sein d'AGF, nous avons examiné l'actif net réévalué par segment au 31 décembre 2006, après élimination des non-valeurs inscrites au bilan IFRS et divers retraitements. Pour l'activité « vie », nous avons comparé ce montant à celui pris en compte au titre de *l'embedded value* sur la base du capital alloué. Il en résulte un excédent de **1,1 milliard d'euros**. La mise à jour de ce montant à fin mai 2007 est appréhendée au travers de la prise en compte du résultat net de l'activité « vie » dans l'« *Embedded Value* » (cf. point 4.261 ci-dessus). Pour les autres segments, les éventuels capitaux excédentaires sont déjà intégrés dans notre valorisation dans la mesure où nous projetons la totalité des placements figurant réellement dans les filiales du groupe pour déterminer les revenus financiers futurs.

- ***Valeur actuelle de la dette financière***

Nous avons isolé les dettes financières nettes identifiées par AGF (dette subordonnée et billets de trésorerie). Nous leur attribuons une valeur actuelle de **1,1 milliard d'euros** sur la base du multiple de résultat net implicite induit par la valorisation des segments opérationnels du groupe, appliqué aux charges financières nettes des revenus et nettes d'impôts.

- ***Coûts de structure***

Compte tenu du retraitement des frais de structure opéré dans l'évaluation du pôle non vie France (tel que décrit dans la partie 4.262), nous intégrons en diminution de la valeur, des coûts de structure correspondant à un multiple des coûts administratifs annuels après prise en compte de l'économie d'impôt générée.

Nous retenons ainsi un montant de coûts de structure de **0,5 milliard d'euros** en déduction de la somme des parties.

- ***Plus-values sur immobilier d'exploitation***

Nous retenons dans notre somme des parties la plus value liée aux immeubles d'exploitation à hauteur de la quote-part affectée aux segments hors vie (non vie, Euler Hermes, Mondial Assistance, ...) pour un montant de **164 millions d'euros** net d'impôt. En effet, cette valeur n'est pas incluse dans notre actualisation du flux futur de revenus financiers dans la mesure où l'immobilier d'exploitation est exclu de la base de placements.

- **Dividende 2006 et levée de stock options en 2007**

La distribution du dividende 2006 est retranchée de la valeur pour **778 millions d'euros**. Les levées de stock options intervenues entre janvier en mai 2007 se sont traduites par une entrée de trésorerie de **282 millions d'euros**.

#### 4.267 Synthèse de la valorisation par somme des parties

La valorisation d'AGF par somme des parties à fin mai 2007 s'inscrit dans une fourchette de **20,5 à 22,6 milliards d'euros** après dividende 2006, soit par action entre 109,4 à 120,6 euros.

M€	Valorisation	
	Min	Max
<b>Segment "Non Vie"</b>		
France	4 364	4 974
International	3 569	4 111
<b>s/total</b>	<b>7 933</b>	<b>9 085</b>
<b>Segment "Vie"</b>		
Embedded Value	6 872	6 872
Affaires nouvelles	2 142	2 380
<b>s/total</b>	<b>9 014</b>	<b>9 252</b>
<b>Autres activités</b>		
Assurance-crédit (Q/P de 68,57%)	2 915	3 426
Assistance (Q/P de 50%)	432	492
Gestion d'actifs et Banque	1 007	1 149
<b>s/total</b>	<b>4 354</b>	<b>5 067</b>
<b>Excess Capital</b>	<b>1 118</b>	<b>1 118</b>
<b>Coûts de structure nets d'impôt</b>	<b>(492)</b>	<b>(492)</b>
<b>Plus-value nette sur immeubles d'exploitation</b>	<b>164</b>	<b>164</b>
<b>Valeur de la dette financière</b>	<b>(1 091)</b>	<b>(1 091)</b>
<b>Dividende 2006</b>	<b>(778)</b>	<b>(778)</b>
<b>Cash de l'exercice des stocks-options</b>	<b>282,0</b>	<b>282,0</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20 505</b>	<b>22 607</b>
Nombre d'actions	187,4	187,4
<b>VALEUR PAR ACTION</b>	<b>109,4 €</b>	<b>120,6 €</b>

## 5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par les banques-conseils de l'initiateur

Les éléments d'évaluation des actions AGF pour le retrait obligatoire figurent au point 4 du projet de note d'information conjointe aux sociétés Allianz SE et Allianz Holding France SAS et AGF (*version du 8 juin 2007*). Notre analyse porte sur cette présentation, étant entendu que nous avons eu accès au rapport d'évaluation (*dans sa version en langue anglaise*) préparé par les banques présentatrices de la procédure de retrait obligatoire (Goldman Sachs International, Rothschild & Cie Banque et Calyon).

Le projet de note d'information retient l'approche suivante :

### 5.1 **Présentation des méthodes**

#### 5.11 *Méthodes d'évaluation écartées*

- Actif net comptable,
- Actif net réévalué,
- Méthode du rendement,
- Transaction récente sur AGF, en l'absence de transaction pertinente intervenue récemment, notamment durant l'offre publique mixte simplifiée.

#### Divergences d'appréciation

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué et du rendement. En revanche, nous considérons que l'offre publique mixte constitue, en tant que telle, une transaction significative.

#### 5.12 *Méthodes d'évaluation retenues*

- cours de bourse
- application de multiples de sociétés comparables cotées ;
- application de multiples de transactions comparables ;
- analyse des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers ;
- « Sommes des parties », qui valorise de manière indépendante et additionne la valeur de chacun des pôles métiers et / ou des sociétés composant les groupes AGF ;
- en complément, comparaison de l'indemnisation avec la contrevaletur de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz.

## **Divergences d'appréciation**

### **Valeur intrinsèque déterminée par les analystes financiers *versus* objectifs de cours**

La référence aux objectifs de cours des analystes financiers, que nous avons retenue, n'a pas été utilisée dans le projet de note d'information, sans avoir été explicitement écartée.

Nous n'avons pas retenu la méthode des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers, dans la mesure où :

- cette méthode est englobée dans celle, plus large de notre point de vue, des objectifs de cours des analystes financiers ;
- la mesure de la valeur intrinsèque nous semble mieux appréhendée par la méthode « Somme des parties » fondée principalement sur les méthodes DDM et « *Appraisal Value* » (Cf. point 4.12 ci-dessus).

### **Somme des parties**

Pour la valorisation par somme des parties, les banques présentatrices ont mis en œuvre pour chaque segment deux approches alternatives fondées, d'une part, sur la référence aux multiples boursiers de sociétés comparables et, d'autre part, sur une méthode intrinsèque (DDM, *Appraisal Value* ou cours de bourse). Nous n'avons pas effectué de valorisation par somme des parties par référence aux multiples boursiers dans la mesure où :

- pour les segments « vie » et « non-vie », les échantillons sélectionnés intègrent des compagnies d'assurance généralistes, ce qui conduit à appliquer des multiples issus de résultat provenant d'autres activités que celle faisant l'objet de la valorisation ;
- pour la banque, la taille réduite et la faible rentabilité de la banque AGF limitent fortement la comparabilité ;
- pour la gestion d'actifs, la part prépondérante d'actifs sous gestion interne au groupe limite fortement la comparabilité.

## **5.2 Eléments d'appréciation de l'indemnisation sur la base des méthodes d'évaluation retenues**

### **5.21 Cours de bourse**

L'analyse des travaux sur le cours de bourse d'AGF repose sur les éléments suivants :

- les moyennes des cours pondérés par les volumes sur 6 mois, 3 mois et 1 mois avant l'annonce de l'offre publique mixte simplifiée (au 16 janvier 2007) ;
- le retraitement du dividende versé par AGF au titre de l'exercice 2006 (4,25 € par action).

## **Divergences d'appréciation**

Nous notons une différence sur la date de référence des cours de bourse. En effet, les banques présentatrices ont retenu la date de clôture précédant la date du conseil, soit le 16 janvier 2007 alors que nos travaux portent sur la date de clôture précédant la date de l'annonce de la procédure de retrait obligatoire, soit le 8 mai 2007.

### **5.22 Multiples de sociétés comparables cotées**

Les multiples boursiers ont été appliqués aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 ainsi qu'à l'« *Embedded Value* » 2006.

Pour AGF, il a été retenu un échantillon de groupes d'assurances européens cotés, présentant des profils d'activité comparables à celui d'AGF : Aviva, AXA, Balaise, Generali, ING, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services.

#### **Divergences d'appréciation**

Concernant l'échantillon retenu, les sociétés Balaise, ING, Mapfre, Royal & Sun Alliance et Zurich Financial Services ne nous semblent pas strictement comparables à AGF.

### **5.23 Multiples de transactions comparables**

Les transactions comparables d'un montant minimum de 500 millions d'euros, observées dans le secteur des assurances au cours des trois dernières années et ayant pour cible des sociétés d'assurance multi-métiers ont été sélectionnées. Les transactions européennes majeures sont les suivantes :

- Winterthur Insurance/AXA ;
- Toro Assicurazioni/Generali ;
- Pohjola Group Plc/OKO Bank ;
- AMB Generali/Generali ;
- RAS/Allianz ;
- Skandia/Old Mutual.

Les multiples ont été appliqués au résultat net 2006 récurrent estimé et à l'*Embedded Value* 2006.

#### **Divergences d'appréciation**

Les transactions Pohjola Group Plc/OKO Bank et Skandia/Old Mutual ne nous paraissent pas refléter l'activité et les dimensions du groupe AGF.

Nous avons appliqué les multiples retenus aux agrégats moyens d'AGF sur 3 ans (résultat net) et deux ans (*Embedded Value*).

### **5.24 Valeur intrinsèque déterminée par les analystes financiers**

Comme indiqué au 5.12 ci-dessus, cette méthode est à rapprocher de celle des objectifs de cours des analystes financiers.

L'échantillon est composé de 12 notes d'analystes différents, publiées entre octobre 2006 et le 16 janvier 2007.

### **Divergences d'appréciation**

Nous n'avons retenu que les notes d'analystes publiées entre l'annonce de l'offre publique mixte simplifiée (18 janvier 2007) et l'annonce de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire (9 mai 2007).

#### **5.25 Somme des parties AGF**

La somme des parties des AGF est déterminée en évaluant séparément les 4 pôles d'activités :

- pour le pôle « vie » :
  - application de multiples de sociétés cotées comparables (*Aegon, Ariva, Axa, CNP Assurances, Generali, ING*) appliqués aux estimations de résultats net 2007 et 2008 ainsi qu'à l'*Embedded Value* 2006 ;
  - détermination de « *l'appraisal value* ».
- pour le pôle « non vie », la valorisation a été effectuée en distinguant les activités d'assurance-dommages (incluant Mondial Assistance, la branche santé et les coûts centraux) et la participation dans Euler Hermes :
  - les activités dommages ont été évaluées par application de multiples de sociétés cotées comparables (*Axa, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services*) aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 et à l'actif net réévalué 2006 et par une actualisation des flux futurs disponibles ;
  - la participation dans Euler Hermès a été évaluée sur la base de sa valeur de marché (cours de bourse).
- le pôle « Activité bancaire », a été évalué par application de multiples de sociétés cotées comparables (*BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale*) aux agrégats de résultats nets 2007 et 2008 ainsi qu'au travers d'une actualisation des flux futurs disponibles ;
- le pôle « Asset Management », a été évalué par application de multiples de sociétés cotées comparables (*Aberdeen, Amvescap, F&C, Henderson, New Star Asset Management, Schroders*) aux agrégats de résultats nets 2007 et 2008 et au travers d'une actualisation des flux futurs disponibles.

Par ailleurs, la valorisation des banques présentatrices prend en compte les ajustements de consolidation, le capital excédentaire ainsi que la dette du groupe AGF.

Le taux d'actualisation retenu par les banques présentatrices ressort à 9,6 %, en ligne avec notre estimation.

### **Divergences d'appréciation**

L'approche de somme des parties mise en œuvre par les banques présentatrices conduit aux commentaires suivants :

- comme indiqué au 5.12, nous n'effectuons pas de somme des parties par référence aux multiples boursiers pour chaque segment ;
- le calcul de l'« *Appraisal Value* » de l'activité « vie » présente une divergence significative avec notre approche dans la mesure où les banques présentatrices intègrent une décote de 10% sur l'« *Embedded Value* » et la valorisation du goodwill vie. Les banques présentatrices nous ont indiqué qu'une telle décote reflète à leurs yeux la prise en compte des incertitudes sur les hypothèses macro-économiques fondant le calcul d'« *Embedded Value* » ;
- les banques présentatrices effectuent un retraitement sur la participation d'AGF dans Euler-Hermes afin de traduire l'incidence, en termes de droits des assurés, de la détention d'une partie de la participation par AGF Vie.

Enfin, sur le principe et compte tenu de l'absence d'information sur les valeurs retenues, nous n'avons pas d'observation sur la prise en compte d'ajustement de consolidation, d'un montant de capital excédentaire et d'un niveau de dette dans la somme des parties.

#### ***5.26 Comparaison de l'indemnisation dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire avec la contrevaletur de l'offre et le cours d'AGF après le 16 janvier 2007***

Les banques présentatrices comparent l'indemnisation dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire avec la contrevaletur de l'offre publique mixte simplifiée et le cours d'AGF après le 16 janvier 2007. Cette comparaison fait ressortir des primes comprises entre 0 et 3,5 %.

Nous avons retenu à titre de méthode d'évaluation :

- la référence à l'offre publique mixte simplifiée,
- et
- le cours de bourse moyen pondéré d'AGF mesuré au 8 mai 2007 sur différentes périodes.

Ces différences méthodologiques ne conduisent pas à des différences d'appréciation significatives en termes de résultats chiffrés.

#### **6. Synthèse de nos travaux d'évaluation d'AGF**

A l'issue de nos travaux, l'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF fixée par Allianz dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, soit **125,00 €** par action AGF après dividende 2006, fait ressortir les primes ou décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

	Banques présentatrices				Expert indépendant			
	Valeur		Prime		Valeur		Prime	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Cours de bourse 16/01/2007 coupon attaché <sup>1</sup>	100 €	126 €	29,1%	2,4%	-	-	-	-
Cours de bourse 08/05/2007 coupon détaché <sup>2</sup>	-	-	-	-	114 €	123 €	9,4%	1,9%
Offre publique mixte simplifiée Allianz	-	-	-	-	120 €	125 €	4,0%	-0,3%
Multiples boursiers	98 €	120 €	27,6%	4,2%	92 €	116 €	35,3%	7,9%
Multiples de transactions	101 €	124 €	23,8%	0,8%	109 €	130 €	14,7%	-4,1%
Cours cibles des analystes	87 €	123 €	43,7%	1,6%	118 €	126 €	6,2%	-0,6%
Somme des parties - DDM	104 €	117 €	20,2%	6,8%	109 €	121 €	14,3%	3,6%
Somme des parties - Multiples boursiers	91 €	114 €	37,4%	9,6%	-	-	-	-
<b>Moyenne</b>					110 €	123 €	<b>13,1%</b>	<b>1,3%</b>

<sup>1</sup> Données des banques présentatrices calculées sur un cours dividende attaché (indemnisation de 129,25 €)

<sup>2</sup> Données Ricol Lasteyrie & Associés calculées sur un cours retraité du dividende 2006, excepté moyenne pondérée 1 an (indemnisation de 125 €)

## 7. Conclusion sur le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF

Nous avons été chargé en qualité d'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration d'AGF, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF fixée par Allianz SE dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF.

La mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire fait suite à l'offre publique mixte simplifiée initiée par Allianz SE et sa filiale Allianz Holding France SAS sur les actions AGF le 17 janvier 2007. Elle s'inscrit dans le cadre de l'article L. 433-4 du code monétaire et financier.

L'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF s'établit à 125 euros par action AGF, après détachement du dividende relatif à l'exercice 2006 (4,25 euros) le 10 mai 2007.

Nous observons que :

- l'indemnisation de 125 euros offre une prime comprise entre 1,3 % et 13,1 % respectivement par rapport aux moyennes des valeurs maximum et minimum présentées ci-dessus ;
- elle est égale à la contrevaletur de l'offre publique mixte simplifiée au jour de son règlement-livraison. Cette situation est conforme à la pratique généralement observée sur l'ensemble des opérations de retrait obligatoires intervenues depuis 2004 en France à la suite d'offres publiques ;
- elle se compare favorablement avec l'ensemble des critères de valorisation présentés et détaillés ci-dessus, notamment la valeur intrinsèque obtenue par « *somme des parties* ».

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis que l'indemnisation de 125 euros par action AGF que la société Allianz SE propose dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire des actions de la société AGF est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de cette dernière.

Fait à Paris,

le 11 juin 2007

**Ricol, Lasteyrie & Associés**

**Philippe Marchand**

**Gilles de Courcel**

## **ANNEXES**

### **Annexe 1 : Présentation du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés**

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'audit ou à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Le cabinet Ricol, Lasteyrie et Associés a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet ([www.ricol-lasteyrie.fr](http://www.ricol-lasteyrie.fr)).

### **Annexe 2 : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés au cours des douze derniers mois**

Au cours des douze derniers mois, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
avril-07	<b>Forinter</b>	OFI PE Commandité	Cazenove	OPR
avril-07	<b>Foncia</b>	Banque Fédérale des Banques Populaires	ABN Amro / Natexis Bleichroeder	Garantie de Cours / RO
mars-07	<b>AGF</b>	Allianz SE Allianz Holding France SAS	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPAS
janvier-07	<b>Sasa Industrie</b>	Sasa Holding & Management	CM-CIC Securities	OPAS
décembre-06	<b>Siparex Croissance</b>	Siparex Croissance	Oddo Corporate Finance	OPRA
décembre-06	<b>Foncière Massena</b>	Massena Property	CM-CIC Securities	OPAS
novembre-06	<b>Nissan France SA</b>	Nissan Europe SAS	Société Générale	OPAS / OPR-RO
octobre-06	<b>PagesJaunes Groupe</b>	Fonds gérés par KKR et Goldman Sachs (via Médiannuaire)	BNP Paribas / Goldman Sachs / Lehman Brothers	Garantie de cours
octobre-06	<b>Gemplus International</b>	Gemalto	Deutsche Bank	Droit de retrait / Droit de rachat (1)
septembre-06	<b>TLD Group</b>	Axa Private Equity (via TLD Internationnal Holding)	HR Banque	OPAS / OPR-RO

(1) A la demande de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) du Grand Duché de Luxembourg, dans le cadre de la loi luxembourgeoise sur les OPA

### **Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers**

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associé n'adhère à aucune association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général. Il s'est en revanche doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

### **Annexe 4 : Montant de la rémunération perçue**

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 180 000 euros, hors taxes et hors frais.

### **Annexe 5 : Description des diligences effectuées**

#### **Programme de travail détaillé**

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

<i>Travaux préparatoires</i>
Prise de connaissance et acceptation de la mission

Note d'orientation
<i>Evaluation AGF</i>
Cours de bourse
Comparables boursiers
Transactions comparables
Revue des travaux d'analystes, objectifs de cours pré et post annonce de l'offre
Revue des valorisations antérieures (OPV, offre de 1998)
Revue des travaux des banques-conseil, analyse et réunions de travail avec les banques
Euler Hermes – Mondial Assistance
<ul style="list-style-type: none"> <li>- analyse spécifique</li> <li>- valorisation Euler Hermes – Mondial Assistance</li> </ul>
DDM Groupe AGF
<ul style="list-style-type: none"> <li>- analyse du Business Plan</li> <li>- construction des flux</li> <li>- construction du taux d'actualisation</li> <li>- sensibilités</li> </ul>
<i>Embedded Value et Appraisal Value</i>
<i>Travaux de synthèse</i>
Note de synthèse
Rédaction du rapport
Revue de cohérence entre le rapport de Ricol, Lasteyrie & Associés et les informations publiques (note d'information...)
Revue indépendante
Présentation des conclusions

## Annexe 6 : Calendrier de l'étude

- conseil d'administration d'AGF ayant désigné Ricol, Lasteyrie & Associés en qualité d'expert indépendant : **9 mai 2007** ;
- lettre de mission du **11 mai 2007** ;
- réunion de « *Management presentation* » le **24 mai 2007** ;
- réunion avec les banques présentatrices le **31 mai 2007** ;
- réunions avec les banques-conseil d'AGF le **1er juin 2007** ;
- audition de Ricol, Lasteyrie & Associés par le Comité des conventions d'AGF : **5 juin 2007** ;

- remise du rapport Ricol, Lasteyrie & Associés : **11 juin 2007** ;
- conseil d'administration d'AGF : **12 juin 2007**.

## **Annexe 7 : Liste des personnes rencontrées**

### **AGF**

- Monsieur Patrick Dixneuf, Directeur Administratif et Financier
- Madame Fanny Pallincourt, Directeur Corporate Finance
- Monsieur Damien Ladous, Chargé d'affaires Corporate
- Monsieur Jérémie Renaudin, Chargé d'affaires Corporate

### **Banques**

- les représentants des banques présentatrices
- les représentants des banques-conseil d'AGF

## **Annexe 8 : Source des informations utilisées**

- Informations significatives communiquées par les banques présentatrices, AGF ou ses banques-conseil :
  - comptes consolidés 2006 ;
  - rapport « *Embedded Value* » 2006 ;
  - plan d'affaires 2007-2009 ;
  - présentations aux analystes ;
  - informations sur les résultats au 31 mars 2007 ;
  - projet de rapport des banques présentatrices ;
  - projet de note d'information conjointe ;
  - projet de rapport des banques-conseil.
  
- Informations de marché :
  - notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker et compléments fournis par les banques présentatrices et les banques-conseil ;
  - consensus de marché : IBES ;
  - données de marché (bêta, taux sans risque, prime de risque...) : Datastream, Associés en Finance et Bloomberg.

## **Annexe 9 :            Personnel associé à la réalisation de la mission**

Associés signataires : Gilles de Courcel et Philippe Marchand, assistés de :

- deux directeurs de mission disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 8 et 11 années, dont une partie significative dans les domaines de l'évaluation d'entreprise et de l'information financière des sociétés cotées et des entreprises d'assurance ;
- trois collaborateurs disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 1 et 6 années.

La revue indépendante a été effectuée par Sonia Bonnet-Bernard, associée du cabinet. »

Le conseil d'administration des AGF s'est réuni le 12 juin 2007. A l'unanimité des membres présents ou représentés, le conseil d'administration des AGF a rendu l'avis suivant :

« Le conseil d'administration d'AGF (le « **Conseil** ») s'est réuni le 12 juin 2007 sous la présidence de Monsieur Jean-Philippe Thierry, afin notamment d'examiner le projet de retrait obligatoire d'Allianz SE (« **Allianz** ») et Allianz Holding France SAS (ensemble les « **co-initiateurs** ») sur les titres AGF encore détenus à ce jour par des actionnaires minoritaires (le « **Retrait Obligatoire** »), et de rendre un avis motivé à cet effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

Il est rappelé qu'à l'issue de leur offre publique mixte simplifiée qui s'est clôturée le 20 avril 2007, les co-initiateurs détenaient ensemble 92,18% du capital et des droits de vote d'AGF, étant précisé qu'AGF détenait 6 199 392 de ses propres actions, représentant 3,21% de son capital. En conséquence, les actionnaires minoritaires détenaient 4,61% du capital d'AGF.

Monsieur Ferrero était absent mais néanmoins représenté.

Le président a exposé au Conseil les principales modalités de mise en œuvre du Retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions de la Société non-détenues par les co-initiateurs ou par AGF elle-même.

Il a rappelé aux administrateurs que dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires recevront en contrepartie d'une action AGF 125 € en numéraire. En raison du versement par AGF d'un dividende de 4,25 € au titre de l'exercice 2006, cette contrepartie de 125 € en numéraire valorise effectivement l'action AGF à 129,25 €.

Le président a rappelé que, lors de sa réunion du 9 mars 2007, le Conseil a réitéré son soutien au projet d'intégration industrielle d'AGF dans le groupe Allianz, qui permettra à la Société, à ses employés et à ses clients de bénéficier à plein des apports d'Allianz, premier groupe européen de services financiers et d'assurances. La mise en œuvre du Retrait Obligatoire constitue la dernière étape préalable à la réalisation de ce projet.

BNP Paribas et JPMorgan, conseils financiers de la Société, ont présenté au Conseil leur analyse financière.

Les travaux des banques-conseils montrent que le prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires d'AGF de 125 € par action fait ressortir, après prise en compte du dividende AGF de 4,25 € détaché le 10 mai 2007, une prime de 22,5% par rapport à la moyenne 6 mois du cours de la société calculée au 17 janvier 2007 et de 3,2% par rapport à la moyenne 6 mois calculée au 5 juin 2007, une prime de 6,3% sur la base de la moyenne des cours cibles des analystes financiers, une prime comprise entre 9,3% et 29,7% sur la base des multiples de sociétés comparables, une prime comprise entre 1,0% et 41,2% sur la base des multiples de transactions et entre 5,4% à 16,3% sur la valeur intrinsèque de la société. Le prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires est dès lors supérieur à la fourchette d'évaluation de l'action AGF induite par les travaux des banques-conseils et représente une prime pouvant aller jusqu'à 41,2%. En analysant les primes extériorisées par le prix d'indemnisation sur la

contre-valeur de l'offre publique mixte simplifiée, on constate une prime moyenne de 1,7% du prix d'indemnisation sur cette contre-valeur pendant la période de l'offre et une prime nulle le jour du règlement-livraison de l'offre.

A l'invitation du président, Messieurs Gilles de Courcel et Philippe Marchand du cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, désigné comme expert indépendant par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, ont présenté et remis leur rapport au Conseil, rapport comprenant une attestation quant au caractère équitable des termes financiers du Retrait Obligatoire.

L'expert indépendant observe que :

- l'indemnisation de 125 € offre une prime comprise entre 1,4% et 13,3% respectivement par rapport aux moyennes des valeurs maximum et minimum présentées dans son rapport ;
- elle est égale à la contre-valeur de l'offre publique mixte simplifiée au jour de son règlement-livraison. Cette situation est conforme à la pratique généralement observée sur l'ensemble des opérations de retrait obligatoires intervenues depuis 2004 en France à la suite d'offres publiques ;
- elle se compare favorablement avec l'ensemble des critères de valorisation présentés et détaillés dans son rapport, notamment la valeur intrinsèque obtenue par « somme des parties ».

Sur la base de ses travaux, l'expert indépendant est d'avis que l'indemnisation de 125 € par action AGF que les co-initiateurs se proposent de verser dans le cadre du Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires d'AGF.

Le Président a rappelé ensuite que le comité des conventions (le « **Comité** ») a été appelé à prendre connaissance des termes du Retrait Obligatoire lors de sa séance du 5 juin 2007, afin de donner son avis au Conseil avant que celui-ci ne rende son avis motivé. Ont été également invités à participer à cette séance les administrateurs indépendants d'AGF qui ne sont pas membres du Comité, afin qu'ils puissent exprimer leur avis.

Il a donc demandé à Monsieur Cannac, président du Comité, de présenter au Conseil les conclusions dudit Comité.

Le Président du Comité a rappelé que celui-ci a examiné les termes financiers du Retrait Obligatoire, qu'il a notamment confrontés à des travaux d'évaluation menés selon une analyse multicritères.

Dans ces conditions, le Comité, après en avoir délibéré, a considéré que les termes du projet de Retrait Obligatoire étaient équitables, et a décidé à l'unanimité de ses membres de recommander au Conseil de se prononcer favorablement sur le Retrait Obligatoire tel que celui-ci est présenté par les co-initiateurs.

Au vu des éléments susvisés et après en avoir délibéré, le Conseil a rendu l'avis motivé suivant :

Le Conseil, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, a considéré que la contrepartie de 125 € offerte aux actionnaires minoritaires pour une action AGF dans le cadre du Retrait Obligatoire était équitable, étant rappelé que les actionnaires minoritaires d'AGF ont perçu un dividende de 4,25 € par action au titre de l'exercice 2006.

Le Conseil a autorisé son président à finaliser et signer le projet de note d'information conjointe d'AGF et des co-initiateurs. »

### 7.1 Pour la présentation du retrait obligatoire des actions AGF

*« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Goldman Sachs International, Rothschild & Cie Banque et Calyon, établissements présentateurs du retrait obligatoire des actions AGF, attestent qu'à leur connaissance, la présentation du retrait obligatoire qu'ils ont examiné sur la base des informations communiquées par les Co-Initiateurs, et les éléments d'évaluation des actions AGF présentés sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Goldman Sachs International

Rothschild & Cie Banque

Calyon

### 7.2 Pour Allianz

*« A notre connaissance, les données de la présente note d'information relatives à Allianz SE sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

Michael Diekmann,  
Président du Directoire

Dr Paul Achleitner,  
Membre du Directoire

### 7.3 Pour Allianz Holding France

*« A notre connaissance, les données de la présente note d'information relatives à Allianz Holding France sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

Neil Allen, Président

Alain Cornu-Thénard, Directeur Général

### 7.4 Pour la présentation des AGF

*« A ma connaissance, les données de la présente note d'information relatives aux AGF sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

Jean-Philippe Thierry, Président-Directeur Général