

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
PRESENTEE PAR LA SOCIETE**



CONSEILLEE PAR



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE MIXTE SIMPLIFIEE
INITIEE PAR**



Et

ALLIANZ HOLDING FRANCE S.A.S.

VISANT LES ACTIONS ASSURANCES GENERALES DE FRANCE S.A.



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 9 mars 2007, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF »).

LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet d'Assurances Générales de France S.A. (www.agf.fr), et peut être obtenu sans frais auprès de :

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

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Assurances Générales de France S.A. requises par les dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, figurent dans le document de référence d'Assurances Générales de France S.A. pour l'exercice 2006, enregistré par l'AMF le 26 février 2007 sous le numéro D.07-127.

TABLE DES MATIERES

1	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AGF.....	4
2	ANALYSES FINANCIERES DELIVREES PAR LES CONSEILS FINANCIERS D'AGF	8
2.1	METHODOLOGIE	8
2.2	APPRECIATION DE L'OFFRE AU REGARD DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION RETENUES – AGF..	10
2.3	CONCLUSIONS - VALORISATION D'AGF	12
2.4	APPRECIATION DE L'OFFRE AU REGARD DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION RETENUES – ALLIANZ	13
2.5	CONCLUSIONS QUANT A LA CONTREVALEUR DE L'OFFRE EN FONCTION DE LA VALORISATION D'ALLIANZ .	14
3	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	16
4	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	48
5	CONSULTATION DES SALAIRES.....	49
6	ELEMENTS RELATIFS A AGF SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE	50
6.1	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	50
6.2	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	50
6.3	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL D'AGF DONT ELLE A CONNAISSANCE.....	50
6.4	DETENTEURS DE TITRES COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX SUR AGF ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	51
6.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	51
6.6	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 D'AGF.....	51
6.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS D'AGF.....	51
6.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS	52
6.9	ACCORDS CONCLUS PAR AGF QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE D'AGF, SAUF SI CETTE DIVULGATION, HORS LES CAS D'OBLIGATION LEGALE DE DIVULGATION, PORTERAIT GRAVEMENT ATTEINTE A SES INTERETS	53
6.10	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	53
7	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APPORTER LEURS TITRES A L'OFFRE	54
8	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT AGF.....	55
9	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	56

Assurances Générales de France S.A. (« **AGF** » ou la « **Société** »), société dont le siège social est situé 87 rue de Richelieu, 75002 Paris, dont les actions sont admises aux négociations sur l'Eurolist by Euronext géré par Euronext Paris S.A., sur le SEAQ de Londres et sous forme d'*American Depositary Receipts* sur le New York Stock Exchange, est à la date du présent document une filiale d'Allianz S.E., société européenne au capital de 1 106 304 000 euros dont le siège social est situé à Königinstrasse 28, Munich 80802, République Fédérale d'Allemagne, et dont les actions sont admises aux négociations, entre autres, sur l'Eurolist by Euronext géré par Euronext Paris S.A. et sur les marchés officiels de valeurs mobilières des bourses de Francfort/Main, Berlin-Brême, Düsseldorf, Hambourg, Hanovre, Munich et Stuttgart (« **Allianz** »).

Goldman Sachs International, Rothschild & Cie Banque et Calyon, agissant pour le compte de d'Allianz et d'Allianz Holding France S.A.S., une société par actions simplifiée immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 494 450 455, dont le siège social est situé 12 rue Notre Dame des Victoires – 75002 Paris (« **Allianz Holding France** », Allianz et Allianz Holding France étant ci-après désignées ensemble les « **Co-Initiateurs** »), ont déposé auprès de l'AMF le 22 février 2007 un projet d'offre publique (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société. La participation à l'Offre et la distribution du présent document peuvent faire l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont décrites de manière détaillée dans le projet de note d'information déposé par les Co-Initiateurs auprès de l'AMF.

Les Co-Initiateurs offrent irrévocablement aux actionnaires d'AGF d'apporter leurs actions AGF à l'Offre, et de recevoir en contrepartie 87,5 euros (sous réserve des ajustements présentés dans le projet de note d'information des Co-Initiateurs) et 0,25 action Allianz à émettre pour 1 action AGF.

L'objectif poursuivi par les Co-Initiateurs en mettant en œuvre l'Offre est de détenir intégralement AGF. Dans cette perspective, les Co-Initiateurs prévoient de mettre en œuvre après l'Offre une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF et sous le contrôle de celle-ci.

Dans l'hypothèse où les Co-Initiateurs ne seraient pas en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les conditions décrites ci-dessus, Allianz pourrait envisager de réaliser une fusion d'AGF et d'Allianz qui serait alors soumise aux actionnaires d'Allianz et d'AGF.

Une telle fusion pourrait être réalisée par l'intermédiaire d'une société européenne en Allemagne (qui pourrait être, par exemple, une nouvelle société européenne par laquelle AGF serait absorbée), en application des dispositions du Règlement de la Commission européenne (EC) n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE).

La fusion pourrait également être réalisée par une fusion par absorption d'AGF par Allianz, en application des dispositions de la Directive européenne 2005/56/EC du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux. Dans cette hypothèse, la fusion ne pourrait être réalisée qu'après transposition en France et en Allemagne de cette directive. Le délai imparti aux Etats membres pour transposer cette directive expire le 15 décembre 2007. En cas de retard d'une telle transposition, le délai de réalisation de la fusion éventuelle pourrait dépasser la période de 12 mois pour laquelle les déclarations d'intention sont effectuées par les Co-Initiateurs.

Dans tous les cas, l'intégration envisagée serait effectuée en suivant les procédures prévues par la loi et les règlements en vigueur en France et en Allemagne. La parité de fusion serait ainsi déterminée, au moment où la fusion serait proposée, sur la base des méthodes d'évaluation applicables pratiquées en France et en Allemagne.

1 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AGF

Le conseil d'administration d'AGF s'est réuni le 9 mars 2007. A l'unanimité des membres présents ou représentés, le conseil d'administration d'AGF a rendu l'avis suivant :

« Le conseil d'administration des AGF (le « Conseil ») s'est réuni le 9 mars 2007 sous la présidence de Monsieur Jean-Philippe Thierry, afin notamment d'examiner le projet d'offre publique mixte déposé par Allianz SE (« Allianz ») et Allianz Holding France (ensemble les « co-initiateurs ») sur les titres AGF (l'« Offre ») et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle représente, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »).

Messieurs Breipohl, Levy-Lang et Luft étaient absents mais néanmoins représentés.

Le président a exposé au Conseil les principales modalités de l'Offre portant sur la totalité des actions de la Société non-détenues par Allianz.

Il a rappelé aux administrateurs qu'aux termes de l'offre, Allianz et Allianz Holding France offrent aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions AGF (coupon attaché) et de recevoir en contrepartie :

- 87,50 € et*
- 0,25 action Allianz à émettre*

pour chacune de leurs actions AGF apportée à l'Offre.

Les actions nouvelles Allianz émises dans le cadre de l'Offre ne donneront droit à dividende qu'à compter de l'exercice au cours duquel elles sont émises (2007) et ne donneront donc pas droit au dividende versé par Allianz au titre de l'exercice 2006. Toutefois, le montant de 87,50 € en numéraire sera augmenté d'un montant égal au montant du dividende par action Allianz approuvé pas l'assemblée générale des actionnaires d'Allianz au titre de l'exercice 2006 multiplié par 0,25.

Le montant de 87,50 € en numéraire sera par ailleurs diminué du montant de tout dividende par action AGF qui serait payé après le 22 février 2007 et qui n'aurait pas été perçu par les co-initiateurs au titre des actions AGF détenues par ces derniers à la suite de l'apport à l'Offre de ces actions AGF.

Le président a rappelé que, lors de sa réunion du 17 janvier 2007, le Conseil a accueilli favorablement la perspective de l'offre en constatant qu'elle permettrait à AGF et à ses salariés de bénéficier davantage de la puissance et des moyens du groupe Allianz et à ses clients d'accéder pleinement à l'expertise et la taille du premier groupe intégré européen d'assurances et de services financiers.

Le président demande à BNP Paribas et JPMorgan, conseils financiers de la Société, de présenter au Conseil leur analyse financière.

Les travaux des banques-conseils montrent que sur la base de la contrevaletur de l'Offre au 17 janvier 2007 (126,05 euros), l'Offre extérieorise une prime de 18,6% sur la moyenne 6 mois du cours de la société ainsi que des primes comprises entre 7,1% et 13,9% sur la base de la moyenne des cours cibles des analystes, entre 13,7% et 32,0% sur la base des multiples de sociétés comparables, entre 0,6% et 32,0% sur la base des multiples de transactions et entre 5,5% à 16,2% sur la valeur intrinsèque de la Société. L'Offre se situe dès lors dans le haut de la fourchette de valorisation. En déterminant la contrevaletur de l'Offre sur la base d'une évaluation multi-critères

d'Allianz, les primes sur la base des cours cibles d'analystes sont comprises entre 10,7% et 17,7%, entre 21,1% et 38,6% sur la base des multiples de sociétés comparables et entre 18,7% et 25,7% sur la base des valeurs intrinsèques. Sur la base de la valorisation multi-critères d'Allianz, la contrevaletur de l'Offre serait comprise dans une fourchette de 120,9 euros à 141,8 euros et présenterait notamment une prime de 18,7% à 25,7% sur la base des valeurs intrinsèques des deux sociétés.

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, a présenté et remis son rapport au Conseil, rapport comprenant une attestation quant au caractère équitable des termes financiers de l'Offre.

L'expert indépendant considère que la valeur offerte correspond au cours de bourse d'AGF à la veille de l'annonce de l'Offre et au haut de la fourchette de la valeur intrinsèque du groupe AGF, telle qu'il l'a lui-même déterminée. Elle s'inscrit dans la fourchette de sa valorisation multicritère. En conséquence, l'expert est amené à considérer que la valeur offerte dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Le Président a rappelé ensuite que le comité des conventions (le « Comité ») a été appelé à prendre connaissance de l'Offre lors de sa séance du 6 mars 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 des 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 Comité a examiné l'intérêt et les conséquences de l'Offre.

Pour ce faire, le Comité a conduit les diligences qu'il a jugé appropriées, et il a notamment pris acte à court terme, d'une part, des intentions et objectifs déclarés par Allianz dans son projet de note d'information, et d'autre part, des travaux et avis de la banque Lehman Brothers et du cabinet d'avocats Orrick Rambaud Martel qu'il a mandatés pour le conseiller.

Le Comité a constaté tout d'abord que l'Offre revêt un caractère amical, qu'elle intervient au cours d'une période favorable à un moment où le niveau de valorisation du secteur de l'assurance semble en haut de cycle, et qu'elle s'inscrit dans la continuité du processus d'intégration et de développement mené par le groupe Allianz.

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires des AGF, les travaux d'évaluation menés selon une analyse multicritères ont permis de constater notamment que :

- les termes du projet d'Offre évalués à la clôture le 17 janvier 2007, veille de l'annonce de l'opération, font apparaître une prime de 8,7% sur la moyenne 3 mois pondérée des cours de bourse et 18,6% sur la moyenne 6 mois ;*
- l'application de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées basés sur l'« embedded value » fait apparaître une prime comprise entre 31,3% et 36,2% ;*
- l'application de la méthode des multiples de transactions comparables fait apparaître une prime de 23,7% ;*
- la prime basée sur la valorisation intrinsèque des AGF et d'Allianz par les analystes financiers est comprise entre 14,3% et 22,1% ;*

– la somme des parties basée notamment sur les plans d'affaires des deux groupes fait apparaître une prime comprise entre 6,1% et 17,7%.

Dans ces conditions, le Comité a considéré que les termes du projet d'Offre permettent aux actionnaires minoritaires des AGF à la fois de monétiser équitablement une part majoritaire de leur participation et de conserver pour le surplus un investissement dans le secteur de l'assurance au sein d'un leader du secteur.

En ce qui concerne les titulaires d'options de souscription ou d'achat d'actions, le Comité a constaté qu'ils pourront bénéficier du même traitement que les actionnaires pour les titres qu'ils apporteront à l'Offre, et qu'Allianz s'engage en outre à leur assurer une liquidité pour les actions acquises postérieurement à la clôture de l'Offre, selon des modalités et conditions en ligne avec les termes de l'Offre.

Le Comité a enfin pris acte que lors de toute éventuelle opération ultérieure s'inscrivant dans le prolongement de l'Offre ou plus généralement dans le contexte du rapprochement d'Allianz et des AGF, il sera fait application de toutes les dispositions et procédures protectrices prévues tant par la loi et la réglementation françaises que par les règles de gouvernance en vigueur au sein des AGF qui devront alors être à nouveau respectées et mises en œuvre. Le Comité serait donc à nouveau appelé à donner son avis sur une telle opération.

Après en avoir délibéré, et sur la base de ce qui précède, le Comité a décidé, à l'unanimité de ses membres, de recommander au Conseil d'administration de se prononcer favorablement sur l'Offre.

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour AGF et ses salariés, le Conseil a notamment pris en considération les éléments suivants :

- l'Offre présente un caractère amical : elle s'inscrit dans la logique d'intégration industrielle également souhaitée par les AGF ;
- cette intégration permettra aux clients des AGF et à ses salariés de bénéficier de la puissance et de la notoriété du premier groupe européen intégré de services d'assurances et financiers ;
- Allianz n'anticipe aucun impact particulier sur l'emploi du fait de l'offre, ni plus particulièrement sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines du groupe AGF ;
- Allianz a exprimé l'intention de maintenir l'équipe de direction actuelle en place.

Le Comité de groupe France a pour sa part adopté la déclaration suivante lors de sa séance du 8 mars 2007 :

« Nous prenons bonne note, dans les réponses que vous [Monsieur Michael Diekmann] apportez aux questions posées lors du dernier Comité de groupe France, que votre projet est purement capitalistique. Sur cette base, nous n'exprimerons pas d'opposition particulière, cette opération s'inscrivant dans la suite de la création de la société européenne.

Néanmoins, si vos réponses ne sont pas socialement négatives, elles ne nous apportent pas pour autant de garanties. Aussi resterons nous très attentifs aux conditions dans lesquelles Allianz pourrait vouloir rentabiliser son investissement, notamment sur la rationalisation de l'organisation dans le futur que vous [Monsieur Michael Diekmann] évoquez dans vos réponses [aux questions du Comité de groupe France].

Nous veillerons à ce que les AGF et ses salariés occupent toute leur place dans ce grand groupe européen qui se dessine et que nous avons la volonté de voir se construire. »

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 87,50 € (telle qu'ajustée le cas échéant) et 0,25 action Allianz à émettre offerte pour une action AGF dans le cadre de l'Offre était équitable. Il a par ailleurs considéré que le projet d'Offre des co-initiateurs était dans l'intérêt des actionnaires de la Société en ce qu'il représente notamment pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables tout en restant investis dans le secteur de l'assurance.

Le Conseil a également réitéré son soutien au projet d'intégration industrielle des AGF dans le groupe Allianz. Cette opération permettra en effet 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.

Dans ces conditions, le Conseil a estimé que la mise en œuvre de l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés. Il a en conséquence recommandé aux actionnaires d'AGF d'apporter leurs titres à l'Offre des co-initiateurs.

Le Conseil a pris acte de l'intention d'Allianz de détenir intégralement AGF en mettant en œuvre un retrait obligatoire ou, le cas échéant, une fusion d'AGF et Allianz que cette dernière pourrait proposer. Ces modalités seront soumises au Conseil en temps voulu.

Le Conseil a rappelé qu'au cours de sa séance du 19 février 2007, il a décidé que les actions auto-détenues par la Société ne seraient pas apportées à l'Offre, notamment en raison de l'impossibilité juridique de le faire, que ce soit pour une partie d'entre elles en raison de leur affectation aux plans d'options d'acquisition d'actions et, pour les actions non affectées, en raison de l'impossibilité pour une société de souscrire aux actions de sa société-mère allemande, ce à quoi aboutirait l'apport des actions auto-détenues à l'Offre.

Les administrateurs présents et représentés ont indiqué leur intention d'apporter à l'offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent, à l'exception des actions dont la détention est exigée aux fins de pouvoir exercer leurs fonctions de membre du Conseil.

Messieurs Breipohl, Levy-Lang et Luft, qui n'ont pas pu assister au Conseil, ont fait également savoir à la Société leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité de leurs actions, à l'exception des actions dont la détention est exigée aux fins de pouvoir exercer leurs fonctions de membre du Conseil.

Le Conseil a enfin autorisé son président à finaliser et signer le projet de note d'information en réponse de la Société. »

2 ANALYSES FINANCIERES DELIVREES PAR LES CONSEILS FINANCIERS D' AGF

Rappel des termes de l'Offre

Au titre de l'Offre, les Co-Initiateurs proposent aux actionnaires d' AGF d'apporter leurs actions et de recevoir en contrepartie 87,50 euros en numéraire et 0,25 action Allianz à émettre pour une action AGF, la partie cash de l'Offre étant sujette à ajustements comme mentionné dans le projet de note d'information des Co-Initiateurs. Sur la base du cours de clôture de l'action d'Allianz au 17 janvier 2007, l'Offre fait ressortir une valeur implicite de 126,05 euros par action AGF.

2.1 Méthodologie

L'Offre a été appréciée sur la base d'une analyse multicritères reposant sur des méthodes de valorisation couramment employées, aussi bien pour valoriser AGF que pour valoriser Allianz, puisque l'offre d'Allianz comprend une composante en actions Allianz. Les travaux de valorisation présentés sont effectués avant versement de tout dividende au titre de l'exercice 2006, aussi bien pour AGF que pour Allianz.

2.1.1 *Méthodes d'évaluation retenues*

Les méthodes utilisées visent à valoriser AGF et Allianz en prenant en compte le fait qu'Allianz n'anticipe pas de synergies supplémentaires du fait de l'opération. AGF est détenue majoritairement par Allianz depuis 1998 et Allianz a depuis lors mis en œuvre à l'échelle du groupe des programmes importants d'amélioration de productivité (notamment dans le cadre du programme « Sustainability »).

Les valeurs respectives d'AGF et d'Allianz ont été déterminées en retenant les méthodes traditionnellement utilisées pour valoriser les groupes d'assurance, et ce de manière homogène pour AGF et pour Allianz : (i) l'application de multiples de sociétés comparables cotées, (ii) l'application de multiples de transactions comparables¹, (iii) l'actualisation des flux de dividendes futurs (approche « DDM² »). Les primes induites par la contre valeur implicite de 126,05 euros par action AGF sur le cours de bourse d'AGF ont également été analysées et comparées aux primes observées lors d'offres publiques de rachats de minoritaires sur le marché français. Une analyse des cours cibles et des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers a également été effectuée afin d'apprécier l'Offre.

2.1.2 *Méthodes d'évaluation écartées*

Certaines méthodes d'évaluation fréquemment utilisées n'ont pas été retenues :

- Actif net comptable : Le critère des fonds propres consolidés n'apparaît pas comme une approche adaptée de la valeur de la société ni de ses actifs. En effet, cette valeur ne prend notamment pas en compte les perspectives de croissance et de rentabilité d'AGF ;
- Actif net réévalué : Cette méthode a été écartée en raison de l'impossibilité d'évaluer tous les actifs des deux groupes, corporels et incorporels, qu'ils soient ou non inscrits à leurs bilans (marques, parts de marché, clientèle...). En outre, la méthode de l'actif net réévalué ne capture pas les perspectives de croissance et de rentabilité. A titre indicatif, au 31 décembre 2006, l'actif net réévalué d'AGF s'élevait à 10,6 milliards d'euros, soit, sur la base de 185,3 millions d'actions, un actif net réévalué par action d'environ 57,3 euros;

¹ La méthode n'a été retenue que pour AGF, Allianz étant l'initiateur de l'Offre

² DDM : Dividend Discount Model

- Somme des parties par les multiples boursiers : la méthode consistant à valoriser individuellement chacun des métiers d'AGF et d'Allianz par les multiples boursiers n'a pas été retenue. En effet, cette approche n'est pas adaptée, compte tenu de la difficulté d'identifier des sociétés comparables cotées reflétant les spécificités de chacune des activités de ces deux groupes ;
- Méthode de rendement : la méthode consistant à valoriser AGF et Allianz en actualisant à perpétuité le dividende proposé au titre de l'exercice 2006 n'a pas été retenue car elle ne prend notamment pas en compte les perspectives de croissance des deux groupes.

2.1.3 Hypothèses retenues et sources d'information

Principaux documents utilisés

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

- Comptes annuels consolidés audités et certifiés d'AGF et d'Allianz pour les exercices 2004 et 2005 ;
- Les données 2006 publiées par AGF :
 - Rapport du premier semestre 2006 publié le 10 août 2006 ;
 - Etats financiers préliminaires audités au titre de l'exercice 2006 ;
 - Données chiffrées de *Market Consistent Embedded Value* (« MCEV ») pour l'exercice 2006.
- Les données 2006 publiées par Allianz :
 - Rapport du premier semestre 2006 publié le 20 septembre 2006 ;
 - Rapport du troisième trimestre 2006 publié le 3 novembre 2006 ;
 - Etats financiers préliminaires non audités au titre de l'exercice 2006 publiés le 22 février 2007 ;
 - Données chiffrées de *Market Consistent Embedded Value* pour l'exercice 2006.
- Les projections financières internes 2007e-2009e d'AGF et d'Allianz

Nombre d'actions

La valorisation présentée a été réalisée sur la base d'un nombre d'actions dilué AGF égal à 185 254 701³ actions au 31 décembre 2006 (la « treasury method » étant appliquée pour calculer l'impact dilutif des options au 7 mars 2007) et sur la base d'un nombre d'actions Allianz égal à 431 725 965⁴ actions au 31 décembre 2006.

Dates retenues pour les cours de bourse

Les cours de référence retenus (ci-après « Cours de Référence ») pour l'appréciation de l'Offre correspondent aux derniers cours de clôture d'AGF et d'Allianz avant l'annonce de l'Offre, soit les cours de clôture du 17 janvier 2007.

Sources d'informations extérieures

Les multiples boursiers ont été réalisés sur la base des estimations d'Institutional Brokers Estimate System (« IBES »), fournies par Datastream pour les bénéfices par action 2007 des

³ Nombre d'actions déterminé hors autocontrôle

⁴ Nombre d'actions déterminé hors autocontrôle sur une base non diluée (compte tenu du manque d'informations sur l'impact de la conversion des instruments dilutifs sur les fonds propres d'Allianz)

comparables (« BPA ») et des rapports d'analystes disponibles au 26 février 2007⁵ pour les « embedded value » par action 2006 des comparables (« EV »). Tous les multiples des sociétés comparables sont calculés à partir des cours de bourse au 7 mars 2007.

Les multiples de transactions comparables ont été établis sur la base des derniers résultats nets et « embedded value » annuels audités publiés avant chaque transaction, ajustés pour les éléments exceptionnels, ainsi que sur des prévisions d'analystes pour l'année en cours pour les résultats nets à la date de chaque transaction.

2.2 Appréciation de l'Offre au regard des différentes méthodes d'évaluation retenues – AGF

2.2.1 Cours de bourse

Le tableau ci-après résume les niveaux de prime induits par (i) la comparaison entre la valeur implicite de l'Offre de 126,05 euros par action AGF et des moyennes pondérées du cours de bourse d'AGF sur différentes périodes courant jusqu'au 17 janvier 2007 et (ii) la comparaison entre les valeurs implicites de l'Offre sur base des moyennes pondérées du cours de bourse d'Allianz sur différentes périodes courant jusqu'au 17 janvier 2007 et des moyennes pondérées du cours de bourse d'AGF sur des périodes comparables.

Cours de référence	Cours de l'action AGF (€)	Prime / Décote par rapport au cours de référence de l'offre ⁽²⁾	Prime / Décote sur périodes comparables ⁽³⁾
Cours spot ⁽¹⁾	124.84	1.0%	1.0%
Moyenne pondérée 1 mois ⁽¹⁾	122.57	2.8%	3.1%
Moyenne pondérée 3 mois ⁽¹⁾	115.99	8.7%	7.8%
Moyenne pondérée 6 mois ⁽¹⁾	106.32	18.6%	15.3%
Moyenne pondérée 12 mois ⁽¹⁾	100.30	25.7%	20.5%

Source: Bloomberg au 17/01/2007

(1) Moyennes pondérées des cours quotidiens pondérés par les volumes (VWAP intraday)

(2) Contrevaleur de l'offre calculée à partir du cours de clôture d'Allianz au 17 janvier

(3) Contrevaleur de l'offre calculée à partir de la même référence pour le cours d'Allianz que pour le cours AGF (au 17 janvier)

Sur la base des moyennes pondérées des cours de bourse d'AGF avant l'annonce de l'Offre et de la valeur implicite de l'Offre de 126,05 euros par action AGF, l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 1,0% et 25,7% selon les périodes considérées. Le niveau de prime induite par l'Offre est en ligne avec les primes observées sur les périodes longues lors des précédentes offres publiques sur le marché français et notamment les primes observées lors des transactions minoritaires sur la base de la moyenne pondérée 6 mois (médiane de 22,2%). En revanche, sur les périodes courtes, le niveau de prime se situe en deçà des primes observées, du fait des spéculations récurrentes dont a fait l'objet le titre AGF sur un éventuel rachat des actionnaires minoritaires par Allianz. Les primes offertes se comparent favorablement à la transaction RAS sur la base de la moyenne pondérée 6 mois (14,5%)⁶.

Ces primes doivent être analysées à la lumière du fait que les cours de bourse d'AGF ont été affectés par les spéculations de dépôt d'une offre d'Allianz sur les actionnaires minoritaires d'AGF. Il convient donc de noter :

- l'évolution du cours de bourse d'AGF, qui a surperformé l'indice DJ Euro Stoxx Assurances de 25,5% au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre et de 36,0% entre

⁵ A l'exception d'Allianz suite à la publication de leurs résultats

⁶ Prime calculée à partir des cours de clôture de RAS

le lancement de l'offre de rachat par Allianz des minoritaires de RAS le 12 septembre 2005 et le 17 janvier 2007 ;

- la spéculation accrue du fait de l'anticipation par les investisseurs du dépôt d'une offre de rachat par Allianz des minoritaires d'AGF qui a conduit à une hausse du cours de bourse de 25,6% entre le 2 octobre 2006⁷ et le 17 janvier 2007 et de 5,6% entre le 1^{er} janvier 2007 et le 17 janvier 2007, à comparer à une hausse de l'indice DJ Euro Stoxx Assurances de 7,9% et de 1,8% sur les mêmes périodes.

2.2.2 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 le marché pour des sociétés cotées comparables afin d'en obtenir la valorisation implicite. Pour valoriser AGF, les multiples retenus sont le PER 2007, ainsi que le multiple de Market Consistent Embedded Value (« MCEV ») 2006. L'échantillon de comparables retenu est constitué de groupes d'assurances européens cotés, présentant des profils d'activité comparables à celui d'AGF : Allianz, Aviva, AXA, Balaise, Fondiaria-SAI, Generali, Sampo et Zurich Financial Services. Les multiples de BPA de Generali et Fondiaria-SAI n'ont pas été retenus dans l'analyse compte tenu des différences de normes comptables (en particulier pour le traitement des frais d'acquisition reportés) pour le calcul des résultats nets des sociétés italiennes. Même si ces sociétés ont des activités comparables à celles d'AGF, aucune n'est directement ou parfaitement comparable.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 96 euros à 111 euros par action.

2.2.3 Multiples de transactions comparables

La méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers d'AGF les multiples observés lors de transactions comparables dans le secteur des assurances. Les transactions comparables correspondent aux transactions transfrontalières d'un montant minimum de 500 millions d'euros ayant eu lieu dans le secteur des assurances en Europe au cours des trois dernières années et ayant pour cibles des sociétés d'assurance composites. Les multiples retenus sont le PER, ainsi que le multiple de Market Consistent Embedded Value (« MCEV »). Les transactions retenues concernent aussi bien des opérations de rachat des minoritaires⁸ (AMB Generali/Generali, et RAS/Allianz) que des transactions majoritaires⁹ (Winterthur/AXA). Les différences de normes comptables (en particulier pour le traitement des frais d'acquisition reportés) pour le calcul des résultats nets des sociétés italiennes nous ont conduit à ne pas retenir la transaction RAS/Allianz pour le calcul du multiple moyen de BPA.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 95 euros à 125 euros par action.

2.2.4 Actualisation des dividendes futurs (Approche DDM, « Dividend Discount Model »)

La méthode d'actualisation des dividendes futurs repose sur des prévisions de capital alloué, et sur des prévisions de résultat net, qui permettent de déterminer la capacité de distribution maximale de la société évaluée.

⁷ Date d'accentuation des rumeurs de rachat des minoritaires d'AGF

⁸ Les transactions Aurora/Unipol, General Schweiz/Generali, General Vienna/Generali, AXA Konzern/AXA, bien que minoritaires, n'ont pas été retenues compte tenu de la taille limitée en montant absolu des ces transactions

⁹ La transaction Toro/Generali n'a pas été retenue compte tenu du niveau élevé des synergies annoncé par Generali

L'approche DDM présentée repose sur une séparation des activités d'assurance vie du reste des activités d'AGF (activités de type Dommages dont Santé, activités bancaires, gestion d'actifs et holding). En effet, les particularités des activités d'assurance vie requièrent l'application d'une méthode spécifique de valorisation.

La méthode retenue pour valoriser les activités d'assurance vie est l'« Appraisal Value », qui correspond à la somme de deux éléments : la MCEV et le « goodwill vie¹⁰ ». Pour valoriser les affaires nouvelles (fournies par AGF pour la période 2007e-2009e), un taux de croissance à l'infini a été retenu et ce à partir de 2009e ; en accord avec les pratiques de marché, une prime de risque supplémentaire a été utilisée dans le taux d'actualisation pour refléter le risque supérieur de réalisation des affaires nouvelles (pas encore en portefeuille) par rapport aux contrats existants.

L'approche DDM a été retenue pour le reste des activités du groupe (activités de type Dommages dont Santé, activités bancaires, de gestion d'actifs et holding). Elle repose sur les plans d'affaires 2007e-2009e fournis par AGF établis aux normes du groupe Allianz, et sur une extrapolation jusqu'en 2016e effectuée à partir des informations communiquées par le management d'AGF sur les tendances long terme pour chacune des activités du périmètre hors vie. Sur base de ces informations, a été modélisé un compte de résultat pour chaque activité (Dommages International, Dommage France, Euler Hermès, Mondial Assistance, activités bancaires et gestions d'actifs, holding) ajustés pour l'excédent de capital, afin de déterminer le résultat net du périmètre hors vie sur la période 2009e-2016e. Une actualisation des dividendes distribuables en excédent du capital alloué total est ensuite effectuée sur la période 2007e-2016e. Le taux de croissance à l'infini retenu pour le dividende 2016e est compris entre 1,5% et 2,5%.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 108 euros à 119 euros par action.

2.2.5 Valeurs intrinsèques et cours cibles d'AGF déterminés par les analystes financiers

Compte tenu de la capitalisation boursière et de la liquidité du titre AGF, la couverture du titre par les analystes financiers spécialistes du secteur de l'assurance est particulièrement large.

Sur la base des notes publiées entre octobre 2006 et le 17 janvier 2007 par quatorze analystes différents (Ixis Securities, JP Morgan, Société Générale, Exane BNP Paribas, UBS, West LB, KBC Securities, ING, Natexis Bleichroeder, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bear Stearns, WestLB, CA Chevreux), la valeur intrinsèque d'AGF, excluant toute prime spéculative, est comprise entre 91 euros et 127 euros par action (moyenne de 111 euros). Le cours cible est lui compris entre 91 euros et 140 euros par action (moyenne de 118 euros).

2.3 Conclusions - Valorisation d'AGF

Le tableau ci-dessous présente les valeurs obtenues par les différentes approches et la prime induite par l'Offre à 126,05 euros :

¹⁰ Le goodwill vie se définit comme la valeur actuelle des affaires nouvelles futures

En euros par action	Valorisation AGF	Cours Allianz à la clôture du 17/01/07	Contrevaleur AGF sur base du cours de clôture Allianz ⁽²⁾	Prime / décote induite
Cours de bourse				
Spot - cours au 17/01/2007 ⁽¹⁾	124.84	154.21	126.05	1.0%
Moyenne pondérée 1 mois ⁽¹⁾	122.57	154.21	126.05	2.8%
Moyenne pondérée 3 mois ⁽¹⁾	115.99	154.21	126.05	8.7%
Moyenne pondérée 6 mois ⁽¹⁾	106.32	154.21	126.05	18.6%
Moyenne pondérée 12 mois ⁽¹⁾	100.30	154.21	126.05	25.7%
Cours cibles				
Moyenne des cours cibles déterminés par les analystes financiers	117.66	154.21	126.05	7.1%
Moyenne des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers	110.71	154.21	126.05	13.9%
Multiples de sociétés comparables cotées				
Fourchette basse	95.50	154.21	126.05	32.0%
Fourchette haute	110.88	154.21	126.05	13.7%
Multiples de transactions comparables				
Fourchette basse	95.47	154.21	126.05	32.0%
Fourchette haute	125.24	154.21	126.05	0.6%
Actualisation des dividendes futurs				
Fourchette basse	108.46	154.21	126.05	16.2%
Fourchette haute	119.47	154.21	126.05	5.5%

(1) Moyennes pondérées des cours quotidiens pondérés par les volumes (VWAP intraday)

(2) 87,5€ + 0,25 x cours Allianz à la clôture du 17/01/07

L'Offre se situe dans le haut de la fourchette de valorisation. Les primes sont calculées sur une contrevaleur AGF déterminée à partir du cours de clôture d'Allianz au 17 janvier 2007. Ces primes ne prennent pas en compte la valeur d'Allianz déterminée sur la base d'une approche multicritères, qui est en moyenne supérieure au cours de clôture d'Allianz retenu de 154.21 euros par action au 17 janvier 2007. Une valorisation d'Allianz utilisant les différentes méthodes mentionnées ci-dessus est présentée ci-après.

2.4 Appréciation de l'Offre au regard des différentes méthodes d'évaluation retenues – Allianz

2.4.1 Cours de bourse

Le tableau ci-après présente les cours de bourse d'Allianz (au 17 janvier 2007).

Cours de référence	Cours de l'action Allianz (€)
Cours spot ⁽¹⁾	154.27
Moyenne pondérée 1 mois ⁽¹⁾	155.64
Moyenne pondérée 3 mois ⁽¹⁾	150.00
Moyenne pondérée 6 mois ⁽¹⁾	140.48
Moyenne pondérée 12 mois ⁽¹⁾	133.63

Source: Bloomberg au 17/01/2007

(1) Moyennes pondérées des cours quotidiens pondérés par les volumes (VWAP intraday)

2.4.2 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 le marché pour des sociétés cotées comparables afin d'en obtenir la valorisation implicite. Pour valoriser Allianz, les multiples retenus sont le PER 2007, ainsi que le multiple de Market Consistent Embedded Value (« MCEV ») 2006. L'échantillon de comparables retenu est constitué de groupes d'assurances européens cotés, présentant des profils d'activité comparables à celui d'Allianz : AGF, Aviva,

AXA, Baloise, Fondiaria-SAI, Generali, Sampo et Zurich Financial Services. Les PER de Generali et Fondiaria-SAI n'ont pas été retenus dans l'analyse compte tenu des différences de normes comptables (en particulier pour le traitement des frais d'acquisition reportés) pour le calcul des résultats nets des sociétés italiennes.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 180 euros à 188 euros par action.

2.4.3 Actualisation des dividendes futurs (Approche DDM, « Dividend Discount Model »)

La même méthodologie que celle utilisée pour AGF a été retenue pour valoriser Allianz. L'approche DDM repose donc sur une séparation des activités d'assurance vie du reste des activités d'Allianz (activités Dommages, Santé, activités bancaires, de gestion d'actifs et holding).

La méthode retenue pour valoriser les activités d'assurance vie est l'« Appraisal Value », qui correspond à la somme de deux éléments : la MCEV et le « goodwill vie ». Pour valoriser les affaires nouvelles (fournies par Allianz pour la période 2007e-2009e), un taux de croissance à l'infini a été retenu, et ce à partir de 2009e ; en accord avec les pratiques de marché, une prime de risque supplémentaire a été utilisée dans le taux d'actualisation pour refléter le risque supérieur de réalisation des affaires nouvelles (pas encore en portefeuille) par rapport aux contrats existants.

Pour le reste des activités du groupe Allianz (activités Dommages, Santé, activités bancaires, de gestion d'actifs et holding), une approche DDM a été utilisée. Elle repose sur les plans d'affaires 2007e-2009e fournis par Allianz et établis aux normes du groupe, et sur une extrapolation jusqu'en 2016e effectuée à partir des informations communiquées par le management d'Allianz sur les tendances long terme pour chacune des activités du périmètre hors vie. Sur base de ces informations, a été modélisé un compte de résultat pour chaque activité (Dommages, Santé, activités bancaires, gestion d'actifs et holding) afin de déterminer le résultat net du périmètre hors vie sur la période 2009e-2016e. Une actualisation des dividendes distribuables en excédent du capital alloué total est ensuite effectuée sur la période 2007e-2016e. Le taux de croissance à l'infini retenu pour le dividende 2016e est compris entre 1,5% et 2,5%.

L'application de cette méthode conduit à une fourchette d'évaluation de 195 euros à 217 euros par action.

2.4.4 Cours cible d'Allianz déterminés par les analystes financiers

Compte tenu de la capitalisation boursière et de la liquidité du titre Allianz, la couverture du titre par les analystes financiers spécialistes du secteur de l'assurance est particulièrement large.

Sur la base des notes publiées entre octobre 2006 et le 17 janvier 2007 (Ahorro Corporacion, Bank Vontobel, Bear Stearns, Cheuvreux, Credit Suisse, Deutsche Bank, DZ Bank, Cazenove, Citigroup, Helvea Exane BNP Paribas, Santander, HSBC, Ixis Securities, JP Morgan, Keefe Bruyette & Woods, Lehman Brothers, Merrill Lynch, MM Warburg, Oddo & Cie, UBS and WestLB), le cours cible d'Allianz est compris entre 153 euros et 186 euros par action (moyenne de 171 euros).

2.5 Conclusions quant à la contrevaletur de l'offre en fonction de la valorisation d'Allianz

Sur la base de la valorisation d'Allianz, la contrevaletur serait comprise dans une fourchette de 120,9 euros à 141,8 euros.

En euros par action	Valorisation AGF	Valorisation Allianz ⁽²⁾	Contrevaleur AGF sur base de valorisation Allianz ⁽³⁾	Prime / décote induite
Cours de bourse				
Spot - cours au 17/01/2007 ⁽¹⁾	124.84	154.27	126.07	1.0%
Moyenne pondérée 1 mois ⁽¹⁾	122.57	155.64	126.41	3.1%
Moyenne pondérée 3 mois ⁽¹⁾	115.99	150.00	125.00	7.8%
Moyenne pondérée 6 mois ⁽¹⁾	106.32	140.48	122.62	15.3%
Moyenne pondérée 12 mois ⁽¹⁾	100.30	133.63	120.91	20.5%
Cours cibles				
Moyenne des cours cibles déterminés par les analystes financiers	117.66	171.09	130.27	10.7%
Moyenne des valeurs intrinsèques déterminées par les analystes financiers	110.71	171.09	130.27	17.7%
Multiples de sociétés comparables cotées				
Fourchette basse	95.50	179.63	132.41	38.6%
Fourchette haute	110.88	187.64	134.41	21.2%
Multiples de transactions comparables				
Fourchette basse	95.47	154.21	126.05	32.0%
Fourchette haute	125.24	154.21	126.05	0.6%
Actualisation des dividendes futurs				
Fourchette basse	108.46	195.37	136.34	25.7%
Fourchette haute	119.47	217.39	141.85	18.7%

(1) Moyennes pondérées des cours quotidiens pondérés par les volumes (VWAP intraday)

(2) Pour les multiples de transaction, la référence retenue pour Allianz est le cours de clôture au 17/01/2007

(3) $87,5\text{€} + 0,25 \times \text{valeur induite Allianz}$

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

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

Dans le cadre de l'offre publique mixte simplifiée initiée par les sociétés Allianz SE et Allianz Holding France SAS sur les actions de la société Assurances Générales de France (AGF), nous avons été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné lors de sa séance du 17 janvier 2007 par le conseil d'administration d'AGF, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

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). 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 la société Allianz SE, 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

1.1.1. 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 fait partie de l'indice CAC 40. Le capital social se compose de 191.598.772 actions au 22 février 2007, dont 110.133.270 détenues par Allianz (environ 57,5 % du capital).

1.1.2. Présentation d'Allianz SE

Allianz SE est la société 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 432.150.000 actions au 31 janvier 2007.

1.2 Contexte et termes de l'offre publique mixte simplifiée

1.2.1. 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.

Selon le point 1.1 du projet de note d'information des initiateurs, « *L'Offre et l'acquisition complète d'AGF s'inscrivent dans la stratégie poursuivie par Allianz (« 3+One »), qui vise notamment au renforcement de la marge de solvabilité, à l'accroissement de la rentabilité opérationnelle, à la simplification des structures du groupe et à l'amélioration de sa position concurrentielle et de sa valorisation* ».

1.2.2. Termes de l'offre publique mixte simplifiée

L'offre publique mixte simplifiée et le projet de note d'information ont été déposés le 22 février 2007 auprès de l'Autorité des marchés financiers (référence 207C0356).

La contrepartie offerte aux actionnaires minoritaires d'AGF est constituée de 87,5 euros en numéraire et 0,25 action Allianz à émettre pour une action AGF (dividende attaché). Il est en outre précisé que le montant de 87,5 euros sera ajusté de la manière suivante :

- augmenté d'un montant égal au montant du dividende par action Allianz approuvé par l'assemblée générale des actionnaires d'Allianz au titre de l'exercice 2006, multiplié par 0,25 (les actions nouvelles Allianz émises dans le cadre de l'offre ne donnant pas droit au dividende au titre de l'exercice 2006) ; et
- diminué du montant par action de tout dividende qui serait payé par AGF après le 22 février 2007 (inclus) et qui n'aurait pas été perçu par les co-initiateurs au titre des actions AGF détenues par ces derniers par suite de l'apport à l'offre de ces actions AGF.

Retrait obligatoire

Le projet de note d'information indique, au point 1.2.4, que les initiateurs prévoient de mettre en œuvre après l'offre une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues par le Règlement général de l'AMF. Nous précisons sur ce point que notre rapport n'est pas établi dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire.

Fusion

Le projet de note d'information indique, au point 1.2.4, que :

- « *Dans l'hypothèse où les Co-Initiateurs ne seraient pas en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les conditions décrites ci-dessus, Allianz pourrait envisager de réaliser une fusion d'AGF et d'Allianz qui serait alors soumise aux actionnaires d'Allianz et d'AGF.*
- [...]
- *Dans tous les cas, l'intégration envisagée serait effectuée en suivant les procédures prévues par la loi et les règlements en vigueur en France et en Allemagne.*
- [...] »

Le projet de note d'information présente ensuite « *A titre purement indicatif, [...] les estimations préliminaires résultant d'une mise en œuvre à la date de la présente note d'information des méthodes d'évaluation française et allemande pour les actions Allianz et AGF* ».

Il n'entre pas dans le cadre de notre mission de nous prononcer sur ces estimations, sur lesquelles notre attestation d'équité ne porte pas.

2 Déclaration d'indépendance

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

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 et président du comité d'attestation du cabinet, 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 principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritère de la valeur des groupes AGF et Allianz.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation analogiques, nous avons procédé à une étude approfondie des informations boursières disponibles sur les sociétés AGF et Allianz et sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données. Nous avons en particulier constitué notre propre consensus à partir des notes d'analystes financiers parues entre octobre 2006 et février 2007.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation intrinsèques, nous avons eu accès aux plans d'affaires (« *Business Plan* ») établis par les directions des groupes AGF et Allianz, avec lesquelles nous nous sommes entretenus afin d'apprécier les perspectives respectives des deux groupes.

Nous avons par ailleurs pris connaissance des informations financières (comptes et rapports, présentations aux analystes...) diffusées par les sociétés AGF et Allianz pour les exercices 2005 et 2006.

Nous avons également effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5.

4 Evaluation des sociétés AGF et Allianz SE

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

4.1 Présentation des méthodes d'évaluation

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

4.1.1. Méthodes d'évaluation écartées

Méthode de l'actif net comptable consolidé (ANC)

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où :

- les normes IFRS sont appliquées de manière différente par les deux groupes en matière d'évaluation des contrats d'assurance ;
- les deux groupes ont opté, en matière d'évaluation des placements immobiliers, pour l'inscription de ceux-ci au bilan à la valeur comptable historique ;
- la valeur incorporelle des activités des deux groupes, en particulier leurs capacités respectives 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 au 31 décembre 2006 ressort à¹¹ :

¹¹ Sur la base du nombre d'actions dilué

- 55,65 euros pour AGF,
- 116,26 euros pour Allianz.

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 points 4.25 et 4.35). 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, soit 4,23 % de rendement sur la base du cours moyen pondéré 12 mois au 17 janvier 2007, à rapprocher de 2,83 % pour Allianz sur une période similaire.

Méthode des références aux transactions récentes sur le capital de la société

Cette méthode, consistant à évaluer la société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital, ne peut être appliquée compte tenu de l'absence de transaction externe significative intervenue récemment sur son capital.

Rappel des transactions significatives 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 Allianz au prix de 320 francs¹² (soit 48,78 euros).

4.1.2. Méthodes d'évaluation retenues

¹² Branche principale. Une branche subsidiaire prévoyait la remise aux actionnaires d'AGF d'un BCVG garantissant à échéance juin 2000 une valeur de 360 francs, soit 54,88 €.

Prise en compte des instruments dilutifs

Pour AGF, nous retenons le nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2006 publié à la note 16.8 de l'annexe des comptes consolidés, soit **182.869.828**. Nous prenons en compte la dilution induite par les 5.168.710 stock options selon la méthode dite « *Treasury* », sur la base du cours de bourse au 28 février 2007. Il en résulte un nombre d'actions dilué de **185.289.608**.

Pour Allianz, nous avons retenu les informations ayant servi de base à la publication du résultat net dilué par action au 31 décembre 2006, soit :

- **431.668.733** actions en circulation,
- **434.211.368** actions sur base diluée.

Méthode de la référence au cours de bourse de la société

S'agissant d'évaluer deux sociétés cotées à la liquidité et au flottant significatifs et entrant dans la composition de plusieurs indices des marchés européens (indice CAC 40 pour AGF, indices DAX 30 et DJ EuroStoxx 50 pour Allianz, indice DJ EuroStoxx Insurance pour AGF et Allianz), le critère du cours de bourse présente un caractère tout à fait pertinent.

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.

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 ou Allianz dès lors qu'elle présente des similitudes en termes de domaine d'activité (présence sur les domaines d'assurance « vie » et « non-vie » pour AGF, groupe financier intégrant en outre des activités bancaires ou de gestion d'actifs pour Allianz), 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 2006 et 2007 de résultat net et d'« *Embedded Value* ».

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 multiples moyens d'AGF et Allianz (2005-2006-2007(e) pour le résultat net, et 2005-2006 pour l'« *Embedded Value* »).

Analyse de la valeur intrinsèque des groupes AGF et Allianz

Compte tenu de la présence de chacun des deux groupes sur quatre domaines d'activité financière aux caractéristiques différentes (assurance « vie » et « non-vie », banque et gestion d'actifs), il convient d'apprécier leurs valeurs fondamentales respectives selon une approche par sommation des parties.

Afin de valoriser les activités « assurance non-vie », « banque » et « gestion d'actifs » des deux groupes, 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. Il convient de noter que l'activité « banque » d'Allianz présente un caractère très significatif du fait du rachat par celle-ci du groupe Dresdner Bank en 2001 / 2002. 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'assurance-crédit d'AGF, nous avons confronté les résultats de la méthode DDM avec le cours de bourse d'Euler-Hermès.

Afin de valoriser les activités « assurance vie » des deux groupes, 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,
- des éventuelles pertes actuarielles (nettes d'impôts) des régimes de retraite à prestations définies, non provisionnées dans les comptes consolidés.

Synergies potentielles entre les groupes AGF et Allianz

Les managements respectifs des deux groupes nous ont affirmé qu'ils n'anticipaient pas de synergies liées à l'opération, autres que l'incidence du « *Sustainability Program* » déjà prise en compte dans les plans d'affaires. Cette absence de synergies est confirmée par Allianz dans le projet de note d'information (Cf. point 1.2.6). Ce point nous a également été confirmé par les banques présentatrices de l'offre.

4.2 Evaluation d'AGF

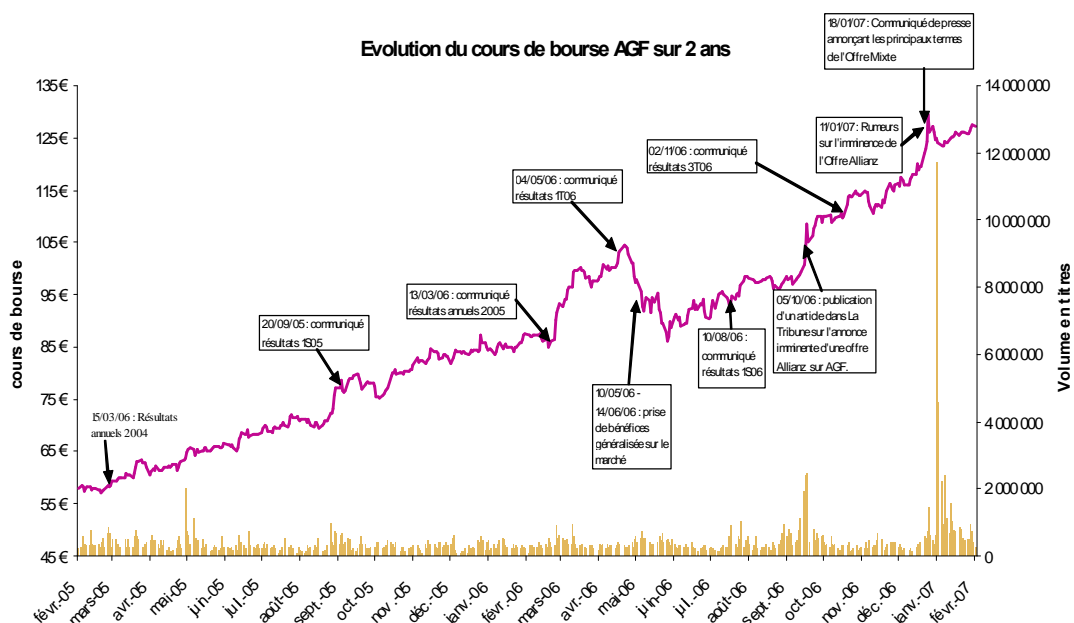
4.2.1. Cours de bourse

L'action AGF (code ISIN FR0000125924) est admise sur le compartiment A de l'Eurolist d'Euronext Paris. Cotée depuis 1976, elle fait partie de l'indice CAC 40. Son flottant a varié de manière significative en 1996 (privatisation totale par voie d'offre publique de vente -OPV-), puis en 1998 à la suite de l'offre publique d'achat initiée par Allianz, ayant permis à celle-ci de prendre une participation de 51,52 % du capital (portée aujourd'hui à 57,5 %).

Les principales caractéristiques de cotation de l'action AGF se présentent comme suit :

- Flottant : environ 35,5 %,
- Liquidité : 0,27 % du capital échangé par jour de bourse en moyenne sur la dernière année (données Datastream).

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



avec une progression de 120 % en deux ans, le titre AGF a largement surperformé le CAC40 (+ 43 %) et le DJ EuroStoxx Insurance (+ 54 %). Sur 1 an, le titre AGF a progressé de 45 % (contre 15 % et 14 % respectivement pour le CAC 40 et le DJ EuroStoxx Insurance).

Les principaux éléments de soutien du titre sont :

- les spéculations autour d'une offre d'Allianz sur le rachat des minoritaires d'AGF. Pour les marchés financiers, si le rachat des minoritaires des AGF semble acquis, la spéculation porte sur la date de l'opération,
- les bonnes performances opérationnelles du groupe en 2005 et au 1^{er} semestre 2006,
- le niveau du dividende distribué,
- la bonne tenue des marchés financiers.

Les cours de bourse d'AGF, mesurés au 17 janvier 2007 (dernier jour de cotation avant annonce de l'offre d'Allianz) se présentent comme suit (source Datastream, excepté spot) :

AGF	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	Spot *
Cours en €					
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

Compte tenu des 182.869.828 actions en circulation, les cours moyens pondérés font ressortir une valeur d'AGF comprise entre **18,4 et 22,8 milliards d'euros**.

4.2.2. Objectifs de cours des analystes financiers

Sur la base des études publiées par 14 bureaux d'analyse avant annonce de l'opération (entre le 21 septembre 2006 et le 15 janvier 2007), la fourchette hors extrêmes des objectifs de cours des analystes s'établit entre 100 et 137 euros, pour une moyenne et une médiane de 116 euros.

Il convient toutefois de mentionner que seuls deux analystes, sur la période examinée, affichaient un objectif de cours nettement supérieur à la contrepartie de l'offre mesurée sur la base du cours spot au 17 janvier 2007.

Compte tenu des 182.869.828 actions en circulation, les objectifs de cours pré annonce de l'opération font ressortir une valeur d'AGF comprise entre **18,3 et 25,1 milliards d'euros**.

4.2.3. Multiplés 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 estimées issues des consensus d'analystes pour 2006 et 2007 :

Multiples	PE		P / EV	
	2006e	2007e	2006e	2007e
Axa	14,4x	12,4x	2,0x	1,8x
Aegon	10,4x	10,9x	1,1x	1,1x
Aviva	9,8x	9,9x	1,5x	1,4x
Generali	17,6x	15,7x	1,6x	1,5x
Fondiaria SAI	10,2x	9,8x	1,3x	1,2x
Moyenne	12,5x	11,7x	1,5x	1,4x

Appliqués aux agrégats d'AGF (corrigés des éléments exceptionnels), les multiples moyens donnent une fourchette de valeur d'AGF comprise entre **17,6 et 22,6 milliards d'euros**, soit par action entre 95,0 euros et 122,0 euros.

4.2.4. *Transactions comparables*

Notre échantillon de transactions comparables se compose comme suit :

- Opérations de rachat de minoritaires par des groupes d'assurance :
 - 20,9 % du capital de RAS (Italie) par Allianz en septembre 2005,
 - 7,2 % du capital d'Axa Konzern (Allemagne) par Axa en décembre 2005,
 - 29,1 % du capital d'AMB (Allemagne) par Generali en mars 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,
 - 33,3 % du capital d'Aurora (Italie) par Unipol en décembre 2006,
 - 9 % du capital d'Allianz Leben (Allemagne) par Allianz en janvier 2007.
- Opérations de prise de contrôle :
 - acquisition de Winterthur (Suisse) par Axa en juin 2006,
 - acquisition de Toro (Italie) par Generali en décembre 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	P/E
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
Allianz	Allianz Leben	18/01/07	9,0%	1,5x	20,2x
Generali	Toro	12/12/06	44,5%	2,3x	18,0x
Axa	Winterthur	14/06/06	100,0%	1,6x	11,5x
Moyenne				1,8x	15,6x

Appliqués aux agrégats d'AGF (corrigés des éléments exceptionnels), les multiples moyens donnent une fourchette de valeur d'AGF comprise entre **21,1 et 26,2 milliards d'euros**, soit par action entre 113,9 euros et 141,4 euros.

Nous avons procédé à une analyse spécifique des rachats de minoritaires effectués par Allianz sur RAS et Allianz Leben.

Analyse du rachat des minoritaires de RAS par Allianz

Allianz a annoncé le 11 septembre 2005 son projet d'offre publique d'achat des minoritaires de sa filiale italienne Riunione Adriatica di Sicurtà (RAS), dont il détenait au préalable 55,4 % du capital. Le prix proposé était de 19 euros par action ordinaire et de 26,5 euros par titre préférentiel.

Le 26 septembre, Allianz a relevé son offre sur les actions préférentielles à 55 euros (contre 26,5 euros au préalable). A l'issue de la clôture de l'offre, le 23 novembre 2005, Allianz avait augmenté sa part à 76,3 % de RAS, y compris 71,3 % des actions préférentielles.

L'offre d'Allianz faisait ressortir :

- une prime spot de 7.6 %
- une prime de 11,8 % sur moyenne pondérée 1 mois
- une prime de 15,6 % sur la moyenne pondérée 3 mois
- une prime de 14,3 % sur la base d'une moyenne pondérée 6 mois.

Analyse du rachat des minoritaires d'Allianz Leben par Allianz

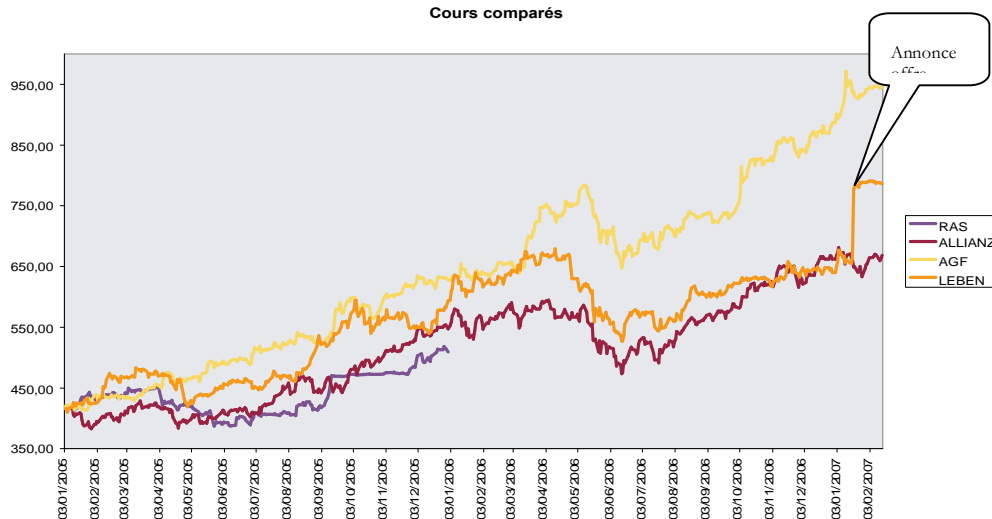
Allianz a annoncé le 18 janvier 2007 le lancement d'une offre portant sur les 9 % du capital de sa filiale Allianz Leben Versicherung qu'elle ne détient pas. Le prix offert est de 750 euros par action.

Cette offre fait ressortir :

- une prime spot de 14 %
- une prime de 14,4 % sur moyenne pondérée 1 mois
- une prime de 16,9 % sur la moyenne pondérée 3 mois
- une prime de 20,7 % sur la base d'une moyenne pondérée 6 mois.

Il convient d'observer que le flottant d'Allianz Leben est très limité et que le montant de la transaction n'est pas comparable à celui de l'offre sur AGF.

Evolution comparée des cours de bourse de Allianz – AGF – RAS et Allianz Leben



Ce graphique met en évidence la surperformance d'AGF par rapport aux autres sociétés du groupe Allianz.

4.2.5. 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 ».

4.2.5.1 *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***

Sur la base des données fournies par AGF, l'*Embedded Value* fin 2006 se présente comme suit :

2006				
M€	France	Benelux	Espagne	TOTAL
NAV Vie	2 133	565	106	2 804
PVFP	3 662	975	76	4 713
Coût du risque et des garanties	(653)	(189)	(48)	(890)
EMBEDDED VALUE	5 142	1 351	134	6 627

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, la valeur actuarielle du portefeuille de contrats d'assurances vie actuellement en vigueur (PVFP) et le coût des options et garanties données aux assurés ;
- l'*Embedded Value* 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 ± 100 points de base sur le taux sans risque.
- l'*Embedded Value*, calculée par AGF, fait l'objet d'une revue méthodologique par un cabinet indépendant (Tillinghast).
- la méthodologie retenue est identique à celle utilisée par le groupe Allianz.

Ainsi, l'*Embedded Value* « vie » du groupe AGF, calculée au 31 décembre 2006, ressort à **6,6 milliards d'euros**.

• *Valeur des affaires nouvelles*

La valeur des affaires nouvelles correspond à la valeur résultant de la vente 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 ;
- Nous utilisons un taux d'actualisation calculé sur la base du coût des capitaux propres retenu pour AGF (9,15 %), 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. 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 **2,3 et 2,5 milliards d'euros**.

La valeur totale des activités vie (« *Appraisal value* ») s'établit dans une fourchette de **8,9 à 9,1 milliards d'euros**.

4.2.5.2 *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 9,15 % fondé sur les hypothèses de taux sans risque et de primes de marché fournies par *Associés en Finance* (Février 2007) et d'un consensus *Bloomberg* de coefficient Beta de sociétés comparables ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés normatif ;
- Des évolutions de capitaux alloués et de base de placements corrélées avec notre hypothèse de croissance des primes.

• **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 ressort à 2,3 % ;
- En ce qui concerne nos hypothèses de ratio combiné :
 - o 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 retraitions 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,
 - o 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 **4,5 et 5,1 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 ressort à 3,1 % ;
- 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 **3,7 et 4,3 milliards d'euros**.

4.2.5.3 Evaluation du pôle Assurance-crédit

Au sein du groupe AGF, l'activité d'assurance-crédit est portée par le groupe Euler Hermès, 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, proche de 90 %, significatif. Nous avons retenu un cours moyen 1 mois pondéré des volumes au 17 janvier 2007 (*veille de l'annonce de l'Offre*) ;
- 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 ;
- par ailleurs, à titre de recoupement, nous avons analysé d'une part, les rares transactions opérées sur le secteur et d'autre part, les multiples boursiers sur la base d'un échantillon de sociétés d'assurances et le consensus des cours cibles des analystes financiers.

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

- la méthode intrinsèque (*actualisation des flux futurs*) et les méthodes analogiques fondées sur les multiples de comparables boursiers, les multiples de transactions et le consensus des analystes, 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 Hermès dans la mesure où elle constitue une référence incontournable et, au cas présent, pertinente.

Compte tenu des commentaires précédents, nous retenons une valeur du groupe Euler Hermès comprise entre **2,9 à 3,5 milliards d'euros** (*en quote-part AGF*).

4.2.5.4 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 davantage prise en compte au travers de l'actualisation des flux futurs ;
- par ailleurs, 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 **0,44 à 0,5 milliard d'euros** (*en quote-part AGF*).

4.2.5.5 Evaluation du pôle « Activité bancaire et Gestion d'actifs »

Le département « Gestions d'actifs » des 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 résultat 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 service 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 obtenues auprès du management ;
- Au-delà, nous avons extrapolé une croissance de 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 1,2 milliards d'euros**.

4.2.5.6 Autres éléments

- **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, 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**.

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 4.2.5.2), nous intégrons en diminution de la valeur un coût 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 coût 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 Hermès, Mondial

Assistance, ...) pour **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.

4.2.5.7 Synthèse de la valorisation par somme des parties

En tenant compte du capital excédentaire, de la valeur actuelle de la dette financière, des coûts de structure et des plus-values sur immobilier d'exploitation, la valorisation d'AGF par somme des parties s'inscrit dans une fourchette de 21,1 à 23,4 milliards d'euros, soit par action entre 113,6 à 126,2 euros.

M€	Valorisation	
	Min	Max
Segment "Non Vie"		
France	4 458	5 146
International	3 650	4 257
s/total	8 108	9 403
Segment "Vie"		
Embedded Value	6 627	6 627
Affaires nouvelles	2 290	2 461
s/total	8 917	9 088
Autres activités		
Assurance-crédit (Q/P de 68,8%)	2 883	3 525
Assistance (Q/P de 50%)	440	507
Gestion d'actifs et Banque	1 005	1 153
s/total	4 327	5 185
Excess Capital	1 118	1 118
Coûts de structure nets d'impôt	(492)	(492)
Plus-value nette sur immeubles d'exploitation	164	164
Valeur de la dette financière	(1 091)	(1 091)
TOTAL	21 051	23 375
Nombre d'actions	185,3	185,3
VALEUR PAR ACTION	113,6 €	126,2 €

4.2.6. Synthèse de notre évaluation d'AGF

La synthèse de notre évaluation d'AGF se présente comme suit :

	Valeur des fonds propres AGF (Mds €)		Valeur par action AGF (€)	
	Min	Max	Min	Max
Cours de bourse	18,4	22,8	100,4	124,8
Objectifs de cours des analystes	18,3	25,1	100,0	137,0
Multiples boursiers (*)	17,6	22,6	95,0	122,0
Transactions comparables (*)	21,1	26,2	113,9	141,4
Valeur intrinsèque par sommation des parties (*)	21,1	23,4	113,6	126,2

(*) Valeur par action sur base du nombre d'actions dilué

Dans notre approche multicritère, la valeur d'AGF ressort, en valeurs moyennes, dans une fourchette de **20,1 à 23,7 milliards d'euros**, soit par action entre **108,5 et 127,6 euros**.

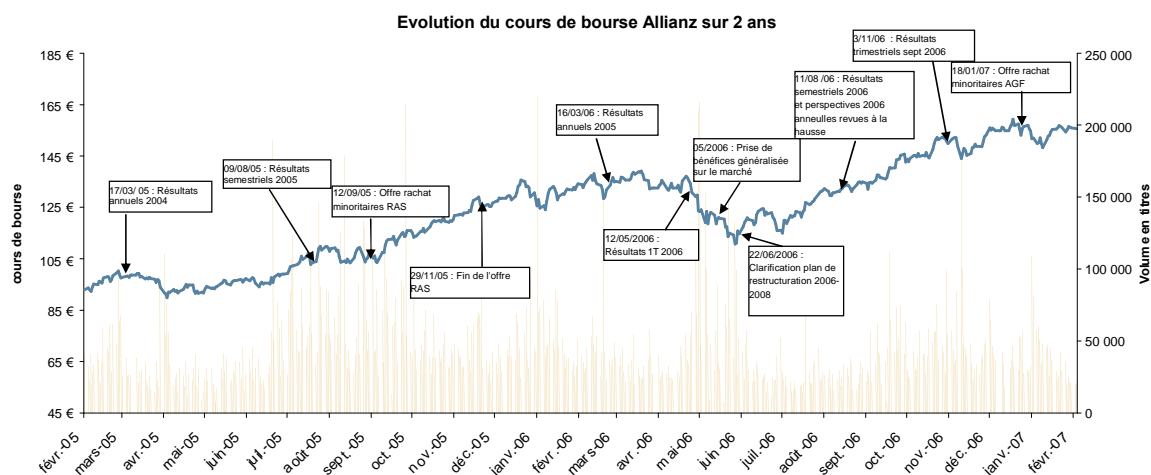
4.3 Evaluation d'Allianz SE

4.3.1. Cours de bourse

Les principales caractéristiques de cotation de l'action Allianz se présentent comme suit :

- Code ISIN DE0008404005,
- Flottant : environ 95,6 % (un seul actionnaire stratégique identifié : Munich Re, 4,37 % du capital -source Thomson-),
- Liquidité : 0,76 % du capital échangé par jour de bourse en moyenne sur la dernière année (données Allianz).

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



Avec une progression de 68 % en deux ans, le titre Allianz a légèrement surperformé les indices DAX 30 (+60 %) et DJ EuroStoxx Insurance (+54 %). Sur 1 an, la performance du titre Allianz s'établit à +16% alors que le DAX 30 a progressé de 20 % et le DJ EuroStoxx Insurance de 14 %.

Les principaux éléments qui pèsent sur le cours sont : la poursuite de la restructuration du groupe en Allemagne et notamment de Dresdner Bank, la finalisation de la fusion avec RAS et Lloyd Adriatico en Italie et une politique de distribution de dividendes peu attractive.

Les cours de bourse d'Allianz, mesurés au 17 janvier 2007 (dernier jour de cotation avant annonce de l'offre d'Allianz) se présentent comme suit (source Datastream, excepté spot) :

Allianz	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	Spot *
Cours en €					
Cours moyen	134,4 €	143,0 €	150,2 €	155,7 €	154,3 €
Cours min	110,7 €	115,0 €	142,7 €	153,1 €	
Cours max	159,4 €	159,4 €	159,4 €	159,4 €	

* Source Bloomberg

Compte tenu des 431.668.733 actions en circulation, les cours moyens pondérés font ressortir une valeur d'Allianz comprise entre **58,0 et 67,2 milliards d'euros**.

4.3.2. Objectifs de cours des analystes financiers

Sur la base de 25 analyses publiées avant annonce de l'opération (entre le 3 novembre 2006 et le 15 janvier 2007), la fourchette hors extrêmes des objectifs de cours des analystes s'établit entre 160 et 185 euros, pour une moyenne et une médiane de 171 euros.

Compte tenu des 431.668.733 actions en circulation, les objectifs de cours pré annonce de l'opération font ressortir une valeur d'Allianz comprise entre **69,1 et 79,9 milliards d'euros**.

4.3.3. Multiples boursiers

Notre échantillon est identique à celui d'AGF. Toutefois, nous avons également inclus la société américaine AIG, premier groupe d'assurance au niveau mondial, afin de tenir compte du *leadership* européen d'Allianz.

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

Multiples	P/E		P / EV	
	2006e	2007e	2006e	2007e
Axa	14,4x	12,4x	2,0x	1,8x
Aegon	10,4x	10,9x	1,1x	1,1x
Aviva	9,8x	9,9x	1,5x	1,4x
Generali	17,6x	15,7x	1,6x	1,5x
Fondiaria SAI	10,2x	9,8x	1,3x	1,2x
AIG	12,1x	11,1x	nd	nd
Moyenne	12,4x	11,6x	1,5x	1,4x

Appliqués aux agrégats d'Allianz (corrigés des éléments exceptionnels), les multiples moyens donnent une fourchette de valeur d'Allianz comprise entre **77,2 et 89,7 milliards d'euros**, soit par action entre 177,8 et 206,6 euros.

4.3.4. Transactions comparables

Les transactions comparables sont les mêmes que celles retenues pour AGF (Cf. point 4.24).

Appliqués aux agrégats d'Allianz (corrigés des éléments exceptionnels), les multiples moyens donnent une fourchette de valeur d'Allianz comprise entre **91,2 et 92,1 milliards d'euros**, soit par action entre 210,0 et 212,1 euros.

4.3.5. Valeur intrinsèque par sommation des parties

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

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

- le pôle « vie et santé » ;
- le pôle « non vie » (« *Property & Casualty* ») ;
- le pôle « activités bancaires » ;
- le pôle « gestion d'actifs ».

4.3.5.1 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**

Sur la base des éléments communiqués par Allianz, les éléments composant *l'embedded value* se présentent comme suit :

M€	2006							TOTAL
	Allemagne	France	Italie	Europe de l'Ouest	Europe de l'est	Etats-Unis	Asie - Pacifique	
NAV Vie	1369	1284	1701	1 178	176	1 919	677	8 304
Valeur de portefeuille	3812	1812	1703	1 060	242	1 698	-87	10 240
EMBEDDED VALUE	5 181	3 096	3 404	2 238	418	3 617	590	18 544

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

- elle est calculée par les actuaires du groupe, sur la base des éléments de marché communiqués par le groupe,
- la méthodologie de calcul et les hypothèses retenues ont été revues par le cabinet indépendant Tillinghast,
- la méthodologie retenue (« *Market – consistent* ») est identique à celle utilisée par AGF.

• **Valeur des affaires nouvelles**

Nous avons privilégié la méthode de l'actualisation afin de déterminer la valeur du goodwill « vie » sur la base des prévisions de valeurs nouvelles projetées à horizon 2009. Le taux d'actualisation est calculé sur la base du coût des capitaux propres retenu pour Allianz (9,6 %), majoré d'une prime de risque additionnelle destinée à refléter l'aléa supplémentaire existant dans la valeur des affaires nouvelles. L'actualisation repose sur une hypothèse de croissance à l'infini de 2,0 %, qui permet de refléter le potentiel de croissance de cette activité.

La valeur des affaires nouvelles s'établit à 10,3 milliards d'euros.

Sur ces bases, l'« *Appraisal Value* » de l'activité « vie / santé » du groupe Allianz ressort à **28,8 milliards d'euros**.

4.3.5.2 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.

L'actualisation des flux futurs repose sur des principes méthodologiques identiques à ceux retenus pour AGF.

Le coût des fonds propres est égal à 9,6 %, fondé sur les hypothèses de taux sans risque et de primes de marché fournies par *Associés en Finance* (Février 2007) et d'un consensus *Bloomberg* de coefficients Beta de sociétés comparables.

Les principales hypothèses d'activité que nous avons retenues pour prolonger le plan sont les suivantes :

- Concernant les primes acquises, 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 extrapolé (2 %). Sur la période 2010 – 2017, la croissance moyenne des primes acquises ressort à 2,3 % ;
- Une hypothèse de ratio combiné fondée sur la vision du management au-delà de 2009, que nous faisons croître de 2,5 points entre 2011 et 2017 ;
- Un taux de rendement moyen des placements modélisé sur des bases cohérentes avec celles retenues pour AGF ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés normatif, tenant compte de certaines évolutions fiscales attendues par le management ;
- Des évolutions de capitaux alloués et de base de placements corrélées avec notre hypothèse de croissance des primes.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur du pôle « non vie » d'Allianz ressort dans une fourchette comprise entre **46,4 et 49,6 milliards d'euros**.

4.3.5.3 Evaluation du pôle « activité bancaire »

L'essentiel de l'activité bancaire du groupe Allianz est constitué de la banque Dresdner. Celle-ci poursuit sa restructuration, initiée en 2003 et poursuivie en 2005 dans le cadre du plan « *New Dresdner Plus* ».

L'activité bancaire d'Allianz a été valorisée par référence à une approche multicritère intégrant les méthodes suivantes :

- actualisation des flux de dividendes futurs (DDM),
- approches analogiques (multiples de résultats nets et de capitaux propres de sociétés comparables avec prise en compte d'une régression linéaire).

- **DDM**

L'approche par actualisation des dividendes futurs repose sur les principes méthodologiques suivants :

- prise en compte des éléments du plan d'affaires Allianz sur la période 2007-2009 ;
- extrapolation de ces éléments à horizon 2017 à partir des informations qui nous ont été communiquées par le management ou sur la base d'hypothèses raisonnables de croissance du produit net bancaire (PNB), d'évolution du coefficient d'exploitation et de coût du risque ;
- intégration dans le modèle d'un flux négatif liée à la variation annuelle du capital alloué au segment et nécessaire à la bonne marche de l'activité.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur du pôle « activité bancaire » d'Allianz ressort à **14,2 milliards d'euros** en valeur centrale.

- ***Approche analogique***

Sur la base d'un échantillon composé de grandes banques allemandes et françaises cotées (Deutsche Bank, Commerzbank, BNP Paribas et Société Générale), nous avons déterminé :

- un multiple de fonds propres à appliquer à l'activité bancaire d'Allianz, compte tenu de sa rentabilité (méthode de la régression linéaire). Il en résulte un multiple proche de 0,8x ;
- des multiples de résultat net 2007(e) et 2008(e), se traduisant par des valorisations de l'activité bancaire d'Allianz comprises entre **9,9 et 10,9 milliards d'euros**.

Au total, nous valorisons l'activité bancaire d'Allianz pour le montant de ses fonds propres, soit **12,7 milliards d'euros**. Cette valeur est encadrée en bas de fourchette par celles ressortant de l'approche analogique et en haut de fourchette par celle ressortant de l'approche intrinsèque par actualisation des flux de dividendes.

4.3.5.4 *Evaluation du pôle « gestion d'actifs »*

Le pôle « gestion d'actifs » d'Allianz a été valorisé par une approche analogique, consistant à déterminer des multiples de résultat net et d'actifs sous gestion pour 2006, 2007(e), sur la base d'un échantillon de sociétés cotées comparables intervenant dans la gestion d'actifs pour compte de tiers et présentant une forte composante en matière d'instruments à taux fixe (Blackrock, Federated Investors, Legg Mason, Aberdeen et Schroders). La valeur du pôle « gestion d'actifs » pour compte de tiers s'inscrit dans une fourchette comprise entre **10,7 et 11,8 milliards d'euros**.

Par ailleurs, une approche fondée sur une actualisation des flux futurs disponibles (DDM) conduit à une valeur cohérente avec la précédente.

4.3.5.5 *Autres éléments*

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

Afin d'apprécier l'existence d'un éventuel capital excédentaire au sein d'Allianz, nous avons examiné l'actif net réévalué par segment, après élimination des non-valeurs inscrites au bilan IFRS et divers retraitements. Nous avons comparé ce montant avec le montant des capitaux propres exigés par la législation européenne sur les conglomérats pour l'ensemble de l'activité « vie » du groupe et avons conclu qu'il ne peut être identifié de capital excédentaire dans ce pôle.

Pour les autres segments, les éventuels capitaux excédentaires sont déjà intégrés dans notre valorisation dans la mesure où nous projetons les placements figurant réellement dans les filiales du groupe pour déterminer les revenus financiers futurs.

- ***Valeur de la dette financière et des coûts de structure***

Nous avons isolé les dettes financières nettes identifiées par Allianz comme dettes « Corporate ». Nous leur affectons une valeur actuelle de - **5,0 milliards 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.

Nous intégrons également en diminution de la valeur un coût de structure de - **4,8 milliards d'euros**, correspondant à un multiple des coûts administratifs annuels nets d'impôts.

- **Engagements hors bilan liés aux régimes de retraite à prestations définies**

Le montant des engagements hors bilan liés aux pertes actuarielles des régimes de retraite à prestations définies du groupe Allianz est soustrait de la somme des parties, pour son montant net après impôt et part des assurés, soit - **1,5 milliards d'euros** sur la base des informations publiées par Allianz au 31 décembre 2006.

4.3.5.6 Synthèse de la valorisation par somme des parties

Après prise en compte de la valeur actuelle de la dette financière et des coûts de structure, la valorisation d'Allianz par somme des parties s'inscrit dans une fourchette de 87,3 à 91,7 milliards d'euros, soit par action entre 201,1 à 211,1 euros.

M€	Valorisation	
	Min	Max
Segment "Non Vie"	46 395	49 646
Segment "Vie / Santé"		
Embedded Value	18 535	18 535
Affaires nouvelles	10 275	10 275
s/total "Vie / Santé"	28 810	28 810
Segment "Activités bancaires"	12 700	12 700
Segment "Gestion d'actifs"	10 700	11 800
Excess Capital	0	0
Coûts de structure nets d'impôt	(4 813)	(4 813)
Déficit de pension	(1 500)	(1 500)
Valeur de la dette financière	(4 971)	(4 971)
TOTAL	87 320	91 671
Nombre d'actions	434,21	434,21
VALEUR PAR ACTION	201,1 €	211,1 €

4.3.6. Synthèse de notre évaluation d'Allianz

La synthèse de notre évaluation d'Allianz se présente comme suit :

	Valeur des fonds propres Allianz (Mds €)		Valeur par action Allianz (€)	
	Min	Max	Min	Max
Cours de bourse	58,0	67,2	134,4	155,7
Objectifs de cours des analystes	69,1	79,9	160,0	185,0
Multiples boursiers (*)	77,2	89,7	177,8	206,6
Transactions comparables (*)	91,2	92,1	210,0	212,1
Valeur intrinsèque par sommation des parties (*)	87,3	91,7	201,1	211,1

(*) Valeur par action sur base du nombre d'actions dilué

Dans notre approche multicritère, la valeur d'Allianz ressort, en valeurs moyennes, dans une fourchette de **62,6 à 91,7 milliards d'euros**, soit par action entre **145,0 et 211,1 euros**.

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

Les éléments d'appréciation de l'offre figurent au point 3 du projet de note d'information des sociétés Allianz SE et Allianz Holding France SAS. Notre analyse porte sur cette seule présentation, les banques présentatrices de l'offre publique mixte (Goldman Sachs International, Rothschild & Cie Banque et Calyon) nous ayant indiqué qu'elles n'avaient pas communiqué de rapport formel aux organes de gouvernance d'Allianz.

La présentation des éléments d'appréciation de l'offre consiste en une description des aspects méthodologiques, les éléments chiffrés figurant en conclusion. Notre analyse du travail d'évaluation réalisé par les conseils de l'initiateur se trouve en conséquence limitée aux aspects méthodologiques.

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

5.1 Présentation des méthodes

5.1.1. Méthodes d'évaluation écartées

- Actif net comptable,
- Actif net réévalué,
- Méthode du rendement.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté ces méthodes.

5.1.2. Méthodes d'évaluation retenues

- Application de multiples de sociétés comparables cotées,
- Application de multiples de transactions comparables en ce qui concerne AGF,
- 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 et Allianz,
- Cours de bourse et comparaison aux primes observées lors d'offres publiques et d'opérations de rachat de minoritaires sur le marché français.

Divergences d'appréciation

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).

Nous ne présentons pas de comparaison des primes induites par l'offre sur les cours de bourse avec les primes observées lors d'offres publiques et opérations de rachat de minoritaires sur le marché

français. En effet, les opérations concernées sur le marché français nous ont paru trop anciennes ou peu comparables avec l'offre d'Allianz sur AGF.

En ce qui concerne la méthode des transactions comparables, elle n'est pas utilisée par les banques présentatrices pour Allianz, alors que nous l'avons mise en œuvre dans notre démarche.

5.2 Eléments d'appréciation de l'offre concernant AGF et Allianz

5.2.1. Cours de bourse

L'analyse des cours de bourse d'AGF et Allianz repose sur les éléments suivants :

- les moyennes des cours pondérées par les volumes sur 1 an, 6 mois, 3 mois, 1 mois et spot avant l'annonce de l'opération ont été prises en considération (au 16/01/2007).
- sur cette base, l'offre fait ressortir des primes en ligne avec les primes observées lors des précédentes offres publiques sur le marché français et notamment les primes observées lors des transactions minoritaires (excepté pour le cours spot).

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 communication de l'offre, soit le 17 janvier 2007. La valeur implicite de l'offre est ainsi légèrement différente, 126,43 euros par action au 16 janvier 2007 et 126,08 euros par action au 17 janvier 2007.

5.2.2. 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, Baloise, Generali, ING, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services.

Pour Allianz, AIG a été inclus dans l'échantillon.

Divergences d'appréciation

L'approche des multiples boursiers réalisée par les banques conduit aux commentaires suivants :

- les estimations 2008 sont difficiles à appréhender compte tenu de la sensibilité des agrégats aux évolutions des marchés financiers,
- concernant l'échantillon retenu, les sociétés Baloise, ING, Mapfre, Royal & Sun Alliance, Zurich Financial Services, ne nous semblent pas strictement comparables à AGF ou Allianz.

5.2.3. 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

Outre la divergence précitée sur le fait d'appliquer, ou non, la méthode des transactions à Allianz, les transactions Pohjola Group Plc/OKO Bank et Skandia/Old Mutual ne nous paraissent pas refléter l'activité et les dimensions des groupes Allianz et AGF. En revanche, nous intégrons dans notre échantillon le rachat des minoritaires d'Allianz Leben.

Par ailleurs, nous avons appliqué les multiples retenus aux agrégats moyens sur 3 ans des deux groupes.

5.2.4. 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 pour AGF est composé de 12 analystes différents (14 dans notre étude).

L'échantillon pour Allianz est composé de 27 notes d'analystes différentes (25 dans notre étude).

Divergences d'appréciation

La différence méthodologique entre la notion de « valeur intrinsèque » déterminée par les analystes financiers et l'objectif de cours qu'il établit conduit à un écart sur le haut de la fourchette de valorisation, que nous établissons à 137 euros par action AGF contre 127 euros retenu dans le projet de note d'information.

5.2.5. 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, Aviva, 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 Hermès.
 - 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) et des valeurs intrinsèques calculées par les analystes financiers.

- 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 et à l'actif net réévalué 2006 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 à une estimation de l'EBITDA 2007 et au travers d'une actualisation des flux futurs disponibles.

Par ailleurs, la valorisation des banques prend en compte le capital excédentaire calculé comme la différence entre le capital total et le capital alloué aux différentes divisions ainsi que la dette subordonnée du groupe AGF, incluse dans le capital total.

Divergences d'appréciation

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

- Concernant les segments « vie » et « non vie », nous observons que les banques présentatrices ont mis en œuvre 2 approches alternatives fondées d'une part sur une somme des parties basée sur les multiples boursiers et d'autre part, sur une somme des parties basée sur l'actualisation des flux futurs disponibles :
 - Nous considérons que l'approche de somme des parties par les multiples boursiers doit être nuancée dans la mesure où 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 qui fait l'objet de la valorisation ;
 - La somme des parties par actualisation des flux futurs disponibles n'appelle pas de commentaire particulier.
- Concernant la valeur d'Euler Hermès, nous n'avons pas d'observation sur les méthodes utilisées (valeur de marché et valeurs intrinsèques calculées par les analystes)
- Concernant le secteur « Banque » et « Asset management »
 - Nous considérons que les résultats obtenus, pour la banque, au travers de la méthode des multiples boursiers, mise en œuvre par les banques présentatrices, doivent être appréciés avec prudence compte tenu de la taille réduite et de la faible rentabilité de la banque AGF ;
 - Nous considérons que la méthode des multiples boursiers, mise en œuvre par les banques pour la gestion d'actifs, doit être appréciée avec prudence compte tenu de la part prépondérante d'actifs sous gestion interne au groupe.

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'un montant de capital excédentaire et d'un niveau de dette subordonnée dans la somme des parties.

5.2.6. Somme des parties Allianz

La somme des parties des d'Allianz est déterminée en évaluant séparément les 4 pôles métiers et la division corporate

- Pour le pôle « vie » / santé

- Application de multiples de sociétés cotées comparables (*échantillon identique à celui d'AGF*) 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 par application de multiples de sociétés cotées comparables (échantillon identique à celui d'AGF plus AIG) aux estimations de résultats nets 2007 et 2008 et à l'actif net réévalué 2006 et par une actualisation des flux futurs disponibles.
- Le pôle « Activité bancaire », a été évalué par application de multiples de sociétés cotées comparables (*Commerzbank, Deutsche Bank*) aux agrégats de résultats nets 2007 et 2008 et à l'actif net réévalué 2006 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 (*Alliance Bernstein, Amvescap, Blackrock, Franklin Resources, Legg Mason, Schroders, T.Rowe Price*) aux agrégats de résultats nets 2007 et 2008 et à une estimation de l'EBITDA 2007 et au travers d'une actualisation des flux futurs disponibles.

Divergences d'appréciation

Concernant les segments « vie » et « non vie », nous observons les mêmes divergences que celles relevées pour AGF.

- Concernant le secteur « Banque »,
 - Nous n'avons pas d'observation sur la méthode des multiples boursiers étant précisé que notre échantillon comporte 2 sociétés allemandes et 2 sociétés françaises tandis que les banques présentatrices retiennent uniquement des groupes allemands ;
 - Notons que nous avons complété ces analyses par la mise en œuvre d'une approche par référence à la droite de régression calculée à partir de la rentabilité des capitaux propres.
- Concernant le secteur « Asset Management »,
 - Nous n'avons pas d'observation sur la méthode des multiples boursiers étant précisé que notre échantillon comporte pour partie des sociétés différentes et que nous avons eu recours à un multiple d'actifs sous gestion.

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'un montant de capital excédentaire et d'un niveau de dette subordonnée dans la somme des parties.

5.3 Divergence d'appréciation de la contrepartie de l'offre

Nous n'avons pas de divergence méthodologique sur l'appréciation de la contrepartie de l'offre.

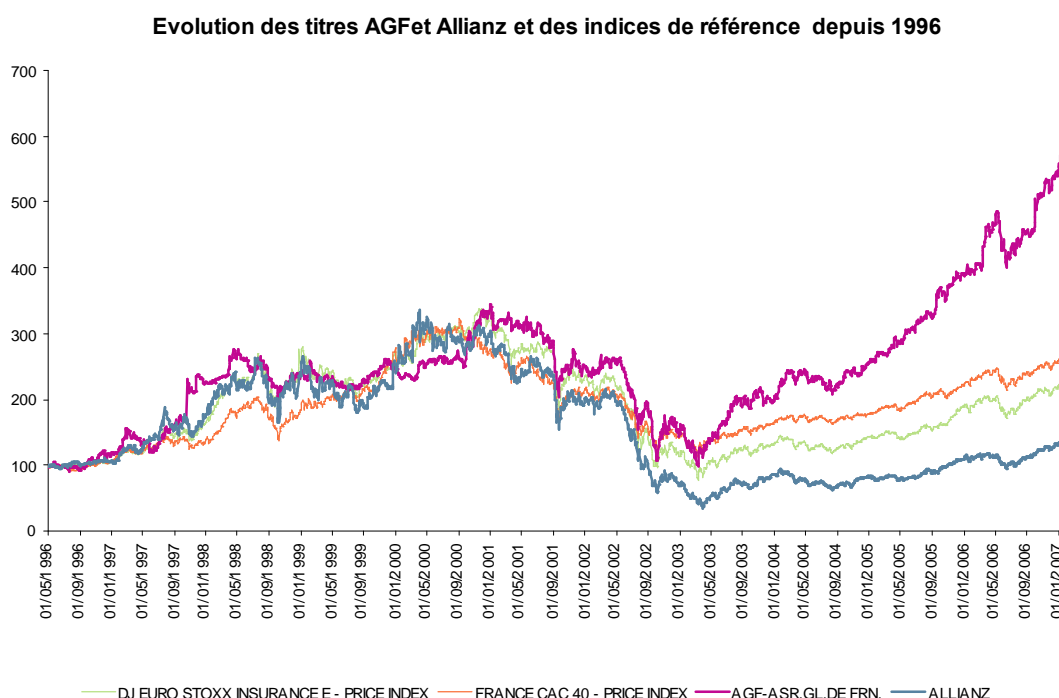
Ainsi, sur la base des tableaux figurant en parties 3.3 et 3.5 du projet de note d'information, l'offre fait apparaître des primes de la contrevaletur de l'offre sur l'action AGF comprises entre -2,7 % et 38,9 %, à rapprocher d'une fourchette de primes sur l'action AGF comprise entre -10,8 % et 38,9 % dans notre approche (voir ci-après point 6.2).

6 Appréciation de la contrepartie offerte aux actionnaires minoritaires d'AGF

6.1 Analyse relative du cours de bourse d'AGF et Allianz

6.1.1. Sur longue période

L'évolution relative du cours de bourse d'AGF et Allianz depuis 1996 se présente comme suit (base 100 en mai 1996) :



Depuis la privatisation du groupe AGF en mai 1996, l'action AGF a progressé de 98% alors que l'action Allianz a perdu 15 %. Sur cette période, les indices CAC 40 et DJ EuroStoxx Insurance ont progressé de respectivement 65 % et 33 %.

Depuis le début du mouvement de concentration dans le secteur de l'assurance en Europe en novembre 1997, ayant conduit à la prise de contrôle du groupe AGF par Allianz en février 1998, l'action AGF a progressé de 46 % alors que l'action Allianz a perdu 45 %.

L'évolution relative du cours de bourse d'AGF et Allianz depuis 1996 met en avant une performance boursière d'Allianz nettement inférieure à celles d'AGF et de l'indice de référence du secteur de l'assurance en Europe.

6.12 Depuis l'annonce de l'opération

Depuis l'annonce de l'opération le 18 janvier 2007, le cours de l'action AGF s'est ajusté sur la contrevaletur de l'offre, à l'exception de la période du 15 au 22 février et le 26 février 2007. A la date du présent rapport, la contrepartie de l'offre, mesurée par référence au cours de clôture d'Allianz, s'élève à 126,6 euros pour un cours d'AGF de 126,0 euros.

Objectifs de cours

Les moyennes des objectifs de cours des analystes financiers, mesurées après annonce sur la base de notes publiées entre le 18 janvier et le 8 février 2007, s'établissent à :

- 127 euros pour AGF (10 observations),
- 174 euros pour Allianz (19 observations).

Les notes d'analyse relatives à AGF font ainsi apparaître une convergence globale des objectifs de cours vers la valeur mise en évidence par la contrepartie de l'offre mesurée au 17 janvier 2007 sur la base du seul critère du cours de bourse d'Allianz spot, soit 126,08 euros.

Les notes d'analyse relatives à Allianz font ainsi apparaître une légère hausse des objectifs de cours (+ 3 euros par rapport à la moyenne pré-annonce - voir point 4.32).

6.2 Synthèse de notre approche multicritère

Une première approche consiste à :

- établir, pour chaque méthode d'évaluation jugée pertinente, la valeur de la contrepartie offerte aux actionnaires d'AGF,
- et
- comparer la valeur ci-dessus à la valeur de l'action AGF résultant de la même méthode d'évaluation.

Nos résultats se présentent comme suit, étant rappelé que la contrepartie de l'offre est constituée de 87,5 euros, 0,25 action Allianz coupon détaché¹³ et 0,95 euro correspondant au dividende 2006.

	Valeur par action Allianz (€)		Contrepartie de l'offre		Valeur par action AGF (€)		Prime / (décote)	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Cours de bourse	134,4	155,7	121,1	126,4	100,4	124,8	1,3%	20,6%
Spot	154,3		126,08		124,8		1,0%	
Moyenne 1 mois	155,7		126,4		122,6		3,1%	
Moyenne 3 mois	150,2		125,1		116,2		7,6%	
Moyenne 6 mois	143,0		123,3		106,4		15,8%	
Moyenne 1 an	134,4		121,1		100,4		20,6%	
Objectifs de cours des analystes	160,0	185,0	127,5	133,8	100,0	137,0	-2,4%	27,5%
Multiples boursiers	177,8	206,6	131,9	139,1	95,0	122,0	14,1%	38,9%
Transactions comparables	210,0	212,1	140,0	140,5	113,9	141,4	-0,6%	22,9%
Valeur intrinsèque par sommation des parties	201,1	211,1	137,8	140,3	113,6	126,2	11,2%	21,3%

Pour tenir compte de la part prépondérante de la composante « numéraire » dans l'offre, nous avons privilégié le calcul des primes / décotes offertes par la contrepartie de l'offre mesurée sur la base du seul cours spot de l'action Allianz au 17 janvier 2007. Compte tenu d'un cours d'Allianz de 154,3 euros, la contrepartie de l'offre s'établit à 126,08 euros. Nos résultats se présentent comme suit :

	Valeur par action AGF (€)		Prime / (décote) par rapport à 126,08 €	
	Min	Max	Min	Max
Cours de bourse	100,4	124,8	1,0%	25,6%
Spot	124,8		1,0%	
Moyenne 1 mois	122,6		2,8%	
Moyenne 3 mois	116,2		8,5%	
Moyenne 6 mois	106,4		18,5%	
Moyenne 1 an	100,4		25,6%	
Objectifs de cours des analystes	100,0	137,0	-8,0%	26,1%
Multiples boursiers	95,0	122,0	3,4%	32,7%
Transactions comparables	113,9	141,4	-10,8%	10,7%
Valeur intrinsèque par sommation des parties	113,6	126,2	-0,1%	11,0%

¹³ Les actions Allianz remises aux actionnaires d'AGF apportant leurs titres à l'offre d'Allianz ne porteront pas de coupon au titre de l'exercice 2006. La date de détachement du coupon annoncée par Allianz est le 3 mai 2007. Après cette date les actions remises aux actionnaires d'AGF apportant à l'offre seront assimilées aux actions anciennes.

Au total, la contrepartie de l'offre, mesurée sur la base du cours de bourse spot d'Allianz au 17 janvier 2007, fait ressortir une fourchette de primes sur l'action AGF comprise entre - 10,8 % et 32,7 % en fonction des différents critères d'évaluation d'AGF.

En valeurs moyennes, la fourchette de primes est comprise entre - **1,2 % et 16,2 % (108,5 à 127,6 euros)**.

7 Conclusion sur le caractère équitable de l'offre

La présente offre publique mixte simplifiée d'Allianz SE et Allianz Holding France SAS porte sur environ 38 % du capital d'AGF (avant exercice éventuel de stock options).

Nous avons été chargé en qualité d'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration d'AGF, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes, dans l'intérêt des actionnaires minoritaires d'AGF. Notre rapport est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration d'AGF et non dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire. Notre rapport ne porte pas non plus sur les estimations préliminaires de parité de fusion présentées au point I.2.4 du projet de note d'information.

La valeur offerte aux actionnaires minoritaires, mesurée sur la base du cours spot d'Allianz au 17 janvier 2007, s'établit à 126,08 euros par action AGF.

Par référence aux cours de bourse moyens pondérés d'AGF sur 1 mois, 3 mois et 6 mois, la valeur offerte fait ressortir, respectivement, des primes de 2,8 %, 8,5 % et 18,5 %.

Nous observons que :

- dans notre approche multicritère, la valeur d'AGF ressort dans une fourchette de 20,1 à 23,7 milliards d'euros (108,5 à 127,6 euros par action), soit un intervalle de valeurs compris entre une décote de 1 % et une prime 16 % ;
- la méthode de valorisation la plus pertinente nous paraît être celle de la valeur intrinsèque par sommation des parties, établie à partir des prévisions les plus récentes du management. Selon cette méthode, la valeur d'AGF se situe dans une fourchette comprise entre 21,1 et 23,4 milliards d'euros (113,6 à 126,2 euros par action). La valeur offerte fait ressortir, dans cette méthode, une prime comprise entre 0 et 11 % ;
- l'action AGF constitue une valeur de rendement (4,23 % sur la base du cours moyen pondéré 12 mois au 17 janvier 2007) ;
- un actionnaire d'AGF apportant à l'offre recevra ¼ de dividende Allianz (0,95 euros), mais ne recevra pas le dividende AGF (4,25 euros). Cette situation est prise en compte dans l'analyse des valeurs intrinsèques. Pour autant, d'un point de vue boursier, nous avons observé que le cours d'AGF n'était pas durablement affecté par le versement du dividende ;
- le cours d'AGF a surperformé les indices boursiers sur deux ans, les principaux éléments de soutien du titre ayant été (i) la spéculation autour d'une offre d'Allianz, (ii) les bonnes performances opérationnelles du groupe en 2005 et au 1^{er} semestre 2006, (iii) le niveau du dividende distribué, (iv) la bonne tenue des marchés financiers ;
- la valeur intrinsèque d'Allianz, telle que nous l'avons déterminée, apparaît supérieure à son cours de bourse. Ceci ne permet cependant pas de préjuger de l'évolution future de ce dernier. Cette remarque ne préjuge également en rien d'une éventuelle parité de fusion.

La valeur offerte correspond au cours de bourse d'AGF à la veille de l'annonce de l'offre et au haut de la fourchette de la valeur intrinsèque du groupe AGF, telle que nous l'avons déterminée. Elle s'inscrit dans la fourchette de notre valorisation multicritère. En conséquence, nous sommes amenés à considérer que la valeur offerte dans le cadre de la présente offre est équitable d'un point

de vue financier pour les actionnaires minoritaires.

Fait à Paris,

le 8 mars 2007

Ricol, Lasteyrie & Associés

Philippe Marchand

Gilles de Courcel

4 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Par lettre en date du 21 février 2007, Allianz s'est engagée envers la Société, au titre des plans d'options de souscription et d'achat d'actions 2003, 2004, 2005 et 2006, et à raison exclusivement de l'apport à l'Offre des actions acquises ou souscrites par l'exercice desdites options, à indemniser la Société (i) de la part patronale des charges sociales résultant de l'apport à l'Offre des actions AGF issues de l'exercice de ces options, et (ii) de la part salariale desdites charges qu'AGF ne parviendrait pas à faire prendre en charge par les titulaires.

5 CONSULTATION DES SALARIES

Le Comité de groupe France d'AGF s'est prononcé sur l'Offre lors de sa réunion du 8 mars 2007. Lors de cette réunion, il a adopté la déclaration suivante :

« Nous prenons bonne note, dans les réponses que vous [Monsieur Michael Diekmann] apportez aux questions posées lors du dernier Comité de Groupe France, que votre projet est purement capitalistique. Sur cette base, nous n'exprimerons pas d'opposition particulière, cette opération s'inscrivant dans la suite de la création de la Société Européenne.

Néanmoins, si vos réponses ne sont pas socialement négatives, elles ne nous apportent pas pour autant de garanties. Aussi resterons nous très attentifs aux conditions dans lesquelles Allianz pourrait vouloir rentabiliser son investissement, notamment sur la rationalisation de l'organisation dans le futur que vous [Monsieur Michael Diekmann] évoquez dans vos réponses [aux questions du Comité de groupe France].

Nous veillerons à ce que les AGF et ses salariés occupent toute leur place dans ce grand Groupe européen qui se dessine et que nous avons la volonté de voir se construire. »

6 ELEMENTS RELATIFS A AGF SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE

6.1 Structure du capital de la Société

Actionnariat	Situation au 31.12.2006			Situation au 31.12.2005			Situation au 31.12.2004		
	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
Allianz SE	110 133 270	57,5	60,7	110 133 270	57,9	61,7	110 133 270	58,1	62,5
Auto-détention	8 616 642	4,5		9 546 387	5,0		11 945 611	6,3	
FCP du personnel AGF	4 689 513	2,5	2,6	4 412 225	2,3	2,5	4 832 657	2,6	2,7
Divers personnes morales	60 562 860	31,6	33,4	59 328 379	31,2	33,2	55 318 019	29,2	31,4
Divers personnes physiques	7 484 185	3,9	4,1	6 715 493	3,6	3,8	7 256 605	3,8	4,1
Total	191 486 470	100,0		190 135 754	100,0		190 135 754	100,0	
dont actionnaires au porteur	65 975 603	34,5	36,4	64 566 314	34,0	36,1	61 251 005	32,3	34,8
dont mandataires sociaux	137 645	0,1	0,1	97 254	0,0	0,1	40 000	0,0	0,0
dont actionnaires résidents	50 443 426	26,3	27,8	44 386 819	23,3	24,9	49 924 178	26,3	28,3

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 autodétention à la date de la dernière assemblée générale du 22 mai 2006.

Aucun pacte, aucune action de concert, 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 : à l'issue de l'offre publique d'achat amicale lancée le 16 février 1998 sur AGF, Allianz, avec plus de la moitié des titres composant le capital de la Société, en détient le contrôle (voir section 6.3 du présent document).

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de la Société

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.

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital d'AGF dont elle a connaissance

Allianz détient à la date du présent document 57,5% du capital et 60,7% des droits de vote de la

Société.

Principaux actionnaires et droits de vote

Actionnaires détenant 5% ou plus	Nombre d'actions à la date du 8 mars 2007	% du capital à la date du 8 mars 2007	% des droits de vote à la date du 8 mars 2007
Allianz S.E.	110 133 270	57,5%	60,7%
Total	110 133 270	57,5%	60,7%

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

Hormis Allianz, aucun actionnaire détenant plus de 5% du capital social ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date du présent document.

6.4 Détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux sur AGF et description de ceux-ci

Néant.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Une partie des salariés des AGF et des sociétés de son groupe détiennent des actions AGF par l'intermédiaire de différents fonds communs de placement d'entreprise (« FCPE »). Dans ces FCPE, les droits de contrôle sont exercés par un conseil de surveillance composé paritairement de représentants de l'employeur et des salariés, le président, nommé parmi les représentants des salariés ayant voix prépondérante.

6.6 Accords entre actionnaires dont AGF a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote d'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 d'AGF.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'AGF

6.7.1 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 L225-23 du code de commerce. Les statuts d'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 par les statuts de la Société.

6.7.2 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.

6.7.3 Règles relatives à la modification des statuts d'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 tiers, et sur deuxième convocation le quart des actions ayant droit de vote, sous réserve des dérogations prévues par la loi pour certaines augmentations de capital et pour les transformations. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus tard à celle de laquelle elle avait été convoquée.

Sous les mêmes réserves que celles exposées ci-avant, elle statue à la majorité des deux tiers de voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés ou ayant exprimé leur vote par correspondance dans les conditions et délais réglementaires.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions

L'assemblée générale des actionnaires d'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)	23 juillet 2007*****	650 * 1 500**	
Emission de valeurs mobilières (avec suppression du droit préférentiel de souscription)	23 juillet 2007*****	650 * 1 500**	
Incorporation de réserves ou de bénéfices, de primes d'émission ou d'apport	23 juillet 2007*****	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	23 juillet 2007*****		5 744 594 ****
Attributions gratuites d'actions de la Société aux salariés et dirigeants sociaux	23 juillet 2007		2 000 000

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.*

***** Ce nombre d'actions a été déterminé en fonction du capital social au 31 décembre 2005. Il ne pourra excéder 3% du capital social au jour de l'émission.*

****** Le renouvellement de cette résolution sera soumis à l'assemblée générale mixte du 9 mai 2007 dans sa partie extraordinaire*

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 d'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.

6.9 Accords conclus par AGF qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle d'AGF, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

L'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APPORTER LEURS TITRES A L'OFFRE

Les membres du conseil d'administration ont manifesté leur intention d'apporter à l'Offre les actions AGF qu'ils détiennent.

8 AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT AGF

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, il est précisé que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société figurent dans le document de référence d'Assurances Générales de France S.A. pour l'exercice 2006, enregistré par l'AMF le 26 février 2007 sous le numéro D.07-127. Ce document est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site de la Société (www.agf.fr). Il peut par ailleurs être obtenu sans frais auprès de :

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

9 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Jean-Philippe Thierry, Président-Directeur général