

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT SES ACTIONS

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 22-123 en date du 26 avril 2022 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par CNP Assurances et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site Internet de CNP Assurances (www.cnp.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mise à la disposition du public sans frais au siège social de CNP Assurances, 4, place Raoul Dautry, 75015 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de CNP Assurances seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	14
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	25
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	26
6.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	27
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	31
8.	PLAN D'AFFAIRES DE LA SOCIETE	37
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	38
10.	INFORMATION-CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE	38
11.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	40
12.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE	40

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du RGAMF, La Banque Postale, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 6.585.350.218 euros, dont le siège social est situé 115 rue de Sèvres, 75275 Paris Cedex 06, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 421 100 645 (« **LBP** » ou l'« **Initiateur** »)¹, s'est engagée de manière irrévocable à offrir aux actionnaires de la société CNP Assurances, société anonyme à conseil d'administration au capital de 686.618.477 euros, dont le siège social est situé 4 place Raoul Dautry, 75015 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 341 737 062 (« **CNP Assurances** » ou la « **Société** ») et dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000120222, d'acquérir la totalité des Actions que LBP ne détient pas directement ou indirectement à la date de la note d'information préparée par LBP et déposée auprès de l'AMF (la « **Note d'Information** ») au prix unitaire (le « **Prix de l'Offre** ») de 21,90 euros par Action (dividende attaché), soit 20,90 euros par Action (dividende détaché)², dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans la Note d'Information (l'« **Offre** »).

LBP détient, à la date de la Note en Réponse, 585.329.268 Actions et 1.011.927.783 droits de vote théoriques représentant 85,25% du capital et 90,83% des droits de vote théoriques de la Société³.

L'Offre a été initiée par LBP à la suite de la réalisation le 17 décembre 2021 de l'acquisition hors marché par l'Initiateur auprès de BPCE, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 180.478.270 euros, dont le siège social est situé 50, avenue Pierre Mendès France, 75201 Paris Cedex 13, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 493 455 042 RCS Paris (ci-après, « **BPCE** ») de 110.590.585 Actions représentant environ 16,11 % du capital et 13,62 % des droits de vote théoriques de la Société⁴ (les « **Actions Cédées** ») au prix de 21,90 euros par Action Cédée (dividende attaché) (le « **Prix par Action du Bloc BPCE** ») (l'« **Acquisition du Bloc BPCE** »).

¹ Le capital social et les droits de vote de l'Initiateur sont intégralement détenus par La Poste, société anonyme à conseil d'administration au capital de 5.364.851.364 euros, dont le siège social est situé 9, rue du Colonel Pierre Avia, 75015 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 356 000 000 RCS Paris (« **La Poste** ») (à l'exception du prêt d'une action au président du conseil de surveillance de l'Initiateur). Le capital social et les droits de vote de La Poste sont détenus à hauteur de (i) 66% par la Caisse des dépôts et consignations, établissement spécial, créé par la loi du 28 avril 1816, codifiée aux articles L. 518-2 et suivants du Code monétaire et financier, dont le siège est situé 56, rue de Lille, 75007 Paris (la « **Caisse des dépôts et consignations** ») et (ii) 34% par l'État français.

² À la suite du vote par l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société en date du 22 avril 2022 de la distribution d'un dividende d'un (1) euro par Action, le Prix de l'Offre de 21,90 euros par Action (dividende attaché) sera ajusté d'un montant d'un (1) euro à compter de la date de détachement du dividende prévue le 27 avril 2022, et s'élèvera en conséquence à 20,90 euros par Action (dividende détaché).

³ Sur la base d'un nombre total de 686.618.477 actions et de 1.114.146.958 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31 mars 2022 publiées par la Société sur son site internet avec, s'agissant des droits de vote théoriques de la Société, ajout des 7.645.754 droits de vote supplémentaires acquis par l'Initiateur le 2 avril 2022 au résultat d'une attribution de droits de vote double). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les Actions auto-détenues.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 686.618.477 actions et de 812.071.223 droits de vote théoriques de la Société (informations au 30 novembre 2021). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les Actions auto-détenues.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 100.915.135, étant précisé que les Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre⁵.

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée par l'Initiateur conformément à la procédure simplifiée prévue par les articles 233-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pendant une période de vingt-deux (22) jours de négociation.

L'Initiateur a indiqué avoir l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les Actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Initiateur s'est réservé la possibilité, à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF. Le 16 mars 2022, l'Initiateur a acquis hors marché 43.249.343 Actions au Prix de l'Offre de 21,90 euros par Action (dividende attaché) (l'« **Acquisition hors Marché** »), correspondant au nombre maximum d'Actions pouvant être acquises jusqu'à l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le 16 mars 2022, Barclays Bank Ireland PLC, Morgan Stanley Europe SE, Natixis et BNP Paribas (les « **Établissements Présentateurs** »), ont déposé, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur. Il est précisé que seule Barclays Bank Ireland PLC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, conformément à l'article 231-13 du RGAMF.

L'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information qu'il n'agissait pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

La Banque Postale, société anonyme à directoire et conseil de surveillance, est la société mère du groupe La Banque Postale.

CNP Assurances, acteur de référence sur le marché français de l'assurance de personnes, est, depuis le 4 mars 2020, contrôlée exclusivement par La Banque Postale, elle-même contrôlée par La Poste (qui détient l'intégralité du capital social et des droits de vote de La Banque Postale) et, au plus haut niveau, par la Caisse des dépôts et consignations (qui détient 66% du capital social et des droits de vote de La Poste, étant précisé que les 34% restant sont détenus par l'État français).

⁵ Les 374.074 Actions auto-détenues par la Société, représentant 0,05 % du capital de la Société (informations au 31 mars 2022), assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, ne sont pas visées par l'Offre.

2.1.1 Signature du Protocole d'Accord

Comme indiqué dans la Note d'Information, LBP et BPCE, également actionnaire historique et distributeur de CNP Assurances via des établissements de son groupe, se sont rapprochés en octobre 2021 afin de rationaliser leurs liens capitalistiques et renforcer leurs partenariats industriels.

À l'initiative de l'Initiateur, LBP et BPCE ont à cet effet signé un protocole d'accord le 27 octobre 2021 (le « **Protocole d'Accord** ») prévoyant notamment l'Acquisition du Bloc BPCE et le dépôt par LBP auprès de l'AMF, dès que possible après la réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE, d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les Actions qu'elle ne détient pas, à un prix par Action identique au Prix par Action du Bloc BPCE, laquelle offre serait, le cas échéant, suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions réglementaires sont réunies. Les principales stipulations du Protocole d'Accord sont décrites dans la Note d'Information et à la section 6 de la Note en Réponse. La signature du Protocole d'Accord a fait l'objet d'un communiqué conjoint de l'Initiateur et de BPCE le 28 octobre 2021.

Comme annoncé le même jour par communiqué de la Société, le conseil d'administration de la Société a décidé le 28 octobre 2021 la constitution d'un comité *ad hoc*, composé des administrateurs indépendants et des deux administrateurs représentant les salariés de la Société, notamment chargé d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant.

Sur proposition du comité *ad hoc* constitué le 28 octobre 2021, le conseil d'administration de la Société a nommé le 18 novembre 2021 le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel. Cette nomination a fait l'objet d'un communiqué de la Société du même jour.

2.1.2 Réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE

Comme indiqué dans la Note d'Information, la réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE était subordonnée à l'obtention d'une décision de non-opposition de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution au profit de BPCE, au titre de l'article R. 322-11-3 du Code des assurances (laquelle a été obtenue le 6 décembre 2021).

LBP et BPCE ont conclu le 16 décembre 2021 un contrat relatif à l'Acquisition du Bloc BPCE (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE** »), dont les principales stipulations sont décrites dans la Note d'Information et à la section 6 de la Note en Réponse.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE est intervenue le 17 décembre 2021.

L'Initiateur a indiqué que le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc BPCE, représentant un prix total de 2.429.229.612,93 euros (incluant les frais de courtage et la taxe sur les transactions financières), a été réalisé sur ses ressources propres.

2.2 Motifs de l'Offre

L'Initiateur a indiqué qu'en accroissant la participation de LBP dans CNP Assurances, l'Offre serait une nouvelle étape dans la constitution du grand pôle financier public annoncée par le Ministre de l'Economie et des Finances le 31 août 2018. Elle permettrait de consolider le pôle public de

bancassurance en favorisant l'émergence d'un groupe simplifié et intégré, tout en préservant le modèle multi-partenarial et international qui fait le succès de CNP Assurances.

Par ailleurs, l'Initiateur a souligné que l'Offre permettrait également d'accélérer l'adossement des activités d'assurance de CNP Assurances et LBP, en permettant à cette dernière de poursuivre les projets de transfert de ses activités d'assurance non-vie vers CNP Assurances, afin d'accélérer la stratégie actuelle de diversification de CNP Assurances et d'en faire l'assureur unique de LBP.

Selon l'Initiateur, l'Offre a également pour but de favoriser le développement de CNP Assurances sur son marché domestique comme à l'étranger.

En conséquence, si les actionnaires minoritaires ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de CNP Assurances à l'issue de l'Offre, LBP a indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire telle que décrite à la section 2.3.7 ci-dessous. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté les Établissements Présentateurs qui ont procédé à une évaluation des actions de CNP Assurances⁶. Par ailleurs, le conseil d'administration de la Société a procédé à la désignation d'un expert indépendant chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société et dont le rapport est reproduit à la section 9 de la Note en Réponse.

2.3 Termes de l'Offre

2.3.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du RGAMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre le 16 mars 2022 auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 16 mars 2022⁷. Barclays Bank Ireland PLC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au Prix de l'Offre, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant une période de vingt-deux (22) jours de négociation. Le Prix de l'Offre est de 21,90 euros par Action (dividende attaché), soit 20,90 euros par Action (dividende détaché)⁸.

2.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

L'initiateur a indiqué que si la Société devait procéder à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit serait fixée entre la date de la Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse), le prix offert par Action dans le cadre de l'Offre sera ajusté à l'euro l'euro afin de tenir compte de cette Distribution.

⁶ Une synthèse de cette évaluation figure à la section 3 de la Note d'Information.

⁷ Avis de dépôt n°222C0622 du 16 mars 2022.

⁸ À la suite du vote par l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société en date du 22 avril 2022 de la distribution d'un dividende d'un (1) euro par Action, le Prix de l'Offre de 21,90 euros par Action (dividende attaché) sera ajusté d'un montant d'un (1) euro à compter de la date de détachement du dividende prévue le 27 avril 2022, et s'élèvera en conséquence à 20,90 euros par Action (dividende détaché).

Pour les besoins du présent paragraphe, une « **Distribution** » signifie le montant par Action de toute distribution sous quelque forme que ce soit (en numéraire ou en nature), en ce compris (i) toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes ou (ii) tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital, ou toute acquisition ou rachat de ses propres actions par la Société.

Il est précisé qu'à la suite du vote par l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société en date du 22 avril 2022 de la distribution d'un dividende d'un (1) euro par Action, le Prix de l'Offre de 21,90 euros par Action (dividende attaché) sera ajusté d'un montant d'un (1) euro à compter de la date de détachement du dividende prévue le 27 avril 2022, et s'élèvera en conséquence à 20,90 euros par Action (dividende détaché).

Tout autre ajustement du prix par Action fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

2.3.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre et le projet de note d'information ont été déposés auprès de l'AMF le 16 mars 2022 par les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur. Le projet de note d'information a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de LBP et auprès des Établissements Présentateurs et mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.labanquepostale.fr).

La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 7 avril 2022. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le projet de note en réponse a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de CNP Assurances et mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du RGAMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société.

Par décision de conformité en date du 26 avril 2022, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n° 22-123 en date du 26 avril 2022 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du RGAMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège social de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 du RGAMF.

Le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ce document sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.3.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

LBP détient, à la date de la Note en Réponse, 585.329.268 Actions et 1.011.927.783 droits de vote théoriques de la Société, représentant 85,25% du capital et 90,83% des droits de vote théoriques de la Société⁹.

L'Offre porte sur la totalité des Actions autres que celles détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 100.915.135 Actions, étant précisé que les Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre¹⁰.

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.3.5 Situation des actionnaires dont les Actions sont détenues via un FCPE

Au 31 mars 2022, 1.335.106 Actions de la Société sont détenues par le fonds commun de placement d'entreprise « Actions CNP » (le « **FCPE** ») mis en place au sein de la Société, lesquelles sont visées par l'Offre.

Il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre les Actions de la Société détenues par le FCPE, sous réserve d'une modification du règlement dudit FCPE.

2.3.6 Conditions d'ouverture de l'Offre

Comme indiqué dans la Note d'Information, l'ouverture de l'Offre n'est pas subordonnée à l'obtention d'une quelconque autorisation réglementaire, étant précisé que l'autorisation de la Banque de Grèce au profit de la Caisse des dépôts et consignations s'agissant de l'entreprise d'assurance CNP Zois a été obtenue le 3 mars 2022.

2.3.7 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

La Note d'Information indique qu'en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3)

⁹ Sur la base d'un nombre total de 686.618.477 actions et de 1.114.146.958 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31 mars 2022 publiées par la Société sur son site internet avec, s'agissant des droits de vote théoriques de la Société, ajout des 7.645.754 droits de vote supplémentaires acquis par l'Initiateur le 2 avril 2022 au résultat d'une attribution de droits de vote double). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droit de vote.

¹⁰ Les 374.074 Actions auto-détenues par la Société, représentant 0,05 % du capital de la Société (informations au 31 mars 2022), assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, ne sont pas visées par l'Offre.

mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions CNP Assurances, si le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de CNP Assurances (autres que les Actions auto-détenues par CNP Assurances) ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de CNP Assurances.

Dans un tel cas, le Retrait Obligatoire porterait sur les actions CNP Assurances autres que celles détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci (à savoir les Actions auto-détenues par CNP Assurances). Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions CNP Assurances du marché réglementé Euronext Paris.

La Note d'Information indique également que dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celui-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à l'article 261-1 du RGAMF.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre

Comme indiqué dans la Note d'Information, l'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-deux (22) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

La section 2.8 de la Note d'Information indique que :

- les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition ;
- l'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents ;
- les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative ;
- les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en

charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la section 2.10.3 de la Note d'Information. Les actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente ou d'apport afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre selon les modalités décrites dans la Note d'Information ;

- le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.
- Procédure d'apport à l'Offre sur le marché :
 - les actionnaires de CNP Assurances souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché ;
 - BNP Paribas Exane, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.
- Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée :
 - les actionnaires de CNP Assurances souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation ;
 - dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la section 2.10.3 de la Note d'Information ;
 - Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation.

2.5 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier proposé par l'Initiateur à titre purement indicatif est reproduit ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
28 octobre 2021	Annonce du projet d'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
16 mars 2022	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.labanquepostale.fr) Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du projet de note d'information
7 avril 2022	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr) Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du projet de note en réponse de la Société
26 avril 2022	Décision de conformité par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note d'Information de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.labanquepostale.fr) Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note en Réponse de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr) Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse
27 avril 2022	Date de détachement du dividende d'un (1) euro par Action voté par l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société le 22 avril 2022 Ajustement du Prix de l'Offre de 21,90 euros par Action (dividende attaché) d'un montant d'un (1) euro, le Prix de l'Offre s'élevant par conséquent à 20,90 euros par Action (dividende détaché)
A compter du 29 avril 2022	Mise en paiement du dividende d'un (1) euro par Action voté par l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société le 22 avril 2022
29 avril 2022	Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.labanquepostale.fr) Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la

Dates	Principales étapes de l'Offre
	Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cnp.fr) Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
29 avril 2022	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
2 mai 2022	Ouverture de l'Offre
31 mai 2022	Clôture de l'Offre
3 juin 2022	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
8 juin 2022	Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris
Mi-juin 2022	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, le cas échéant

2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La section 2.11 de la Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune autre demande d'enregistrement ou de demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers en dehors de France et qu'aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa ;
- la Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite ;
- les actionnaires de la Société situés en dehors de France ne pourront pas participer à l'Offre sauf si le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, l'Offre, la participation à l'Offre et la distribution de la Note d'Information peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.11 de la Note d'Information s'appliquent à la Note en Réponse.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information et/ou de la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles et restrictions qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E après application des exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « Tier II ») et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles procédurales, notamment relatives au calendrier de règlement-livraison, à la renonciation aux conditions et aux dates de paiement, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques.

La réception d'une somme d'argent dans le cadre de l'Offre par un actionnaire américain de CNP Assurances pourrait être une opération imposable au titre de l'impôt y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu et peut être une opération imposable en vertu des lois fiscales étatiques ou locales, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de CNP Assurances consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de CNP Assurances de faire valoir leurs droits et réclamations découlant du droit fédéral américain sur les valeurs mobilières, l'Initiateur et CNP Assurances étant des sociétés ayant leurs sièges respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de CNP Assurances pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Dans la mesure permise par les lois et règlements applicables, y compris la règle 14e-5 de la Loi de 1934 et conformément aux pratiques habituelles en France, l'Initiateur et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de l'Initiateur ou de ses affiliés, le cas échéant) ainsi que CNP Assurances et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de CNP Assurances ou de ses affiliés, le cas échéant) peuvent, avant ou après la date de la Note d'Information, directement ou indirectement, acheter ou prendre les dispositions nécessaires afin d'acheter des Actions en dehors de l'Offre¹¹. Ces achats peuvent être effectués sur le marché, sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre, ou dans le cadre de transactions hors marché à un prix par Action égal au Prix de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-39, II du RGAMF. Ces achats ne seront en aucun cas conclus à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre. Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France, elles seraient également rendues publiques par voie de communiqué de presse ou tout autre moyen permettant d'informer les actionnaires américains de CNP Assurances, à l'adresse suivante : www.cnp.fr. Aucun achat en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur, CNP Assurances ou leurs affiliés respectifs aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de l'Initiateur et de CNP Assurances peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres CNP Assurances, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

¹¹ Il est rappelé que le 16 mars 2022, l'Initiateur a procédé à l'Acquisition hors Marché et que l'Initiateur a à cette occasion acquis le nombre maximum d'Actions pouvant être acquises jusqu'à l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF (cf. section 2.7 de la Note d'Information).

La Note d'Information et la Note en Réponse n'ont été ni déposées ni examinées par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans la Note d'Information et la Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, le conseil d'administration de CNP Assurances est composé de :

- neuf administrateurs proposés par LBP :
 - La Banque Postale représentée par Madame Perrine Kaltwasser ;
 - Monsieur Yves Brassart ;
 - Monsieur Bertrand Cousin ;
 - Madame Sonia de Demandolx ;
 - Monsieur Nicolas Eyt ;
 - Monsieur François Géronde ;
 - Monsieur Philippe Heim ;
 - Madame Christine Marcellier ;
 - Monsieur Philippe Wahl ;
- un administrateur proposé par BPCE :
 - Monsieur Laurent Mignon ;
- cinq administrateurs indépendants :
 - Madame Véronique Weill (présidente du conseil d'administration) ;
 - Madame Amélie Breitburd ;
 - Madame Marcia Campbell ;
 - Madame Stéphane Pallez ;
 - Madame Rose-Marie Van Leberghe ;
- deux administrateurs représentant les salariés :
 - Monsieur Chahan Kazandjian ;
 - Madame Laurence Guitard.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, le conseil d'administration a décidé le 28 octobre 2021 la constitution d'un comité *ad hoc* avec pour missions (i) de formuler une recommandation au conseil d'administration sur le choix de l'expert indépendant, (ii) d'assurer la supervision de ses travaux, et (iii) de préparer le projet d'avis motivé du conseil d'administration sur le projet d'Offre.

Le comité *ad hoc* est composé de l'ensemble des administrateurs indépendants et des administrateurs représentant les salariés, à savoir :

- Madame Véronique Weill (présidente du conseil d'administration) ;

- Madame Amélie Breitburd ;
- Madame Marcia Campbell ;
- Madame Stéphane Pallez ;
- Madame Rose-Marie Van Leberghe ;
- Monsieur Chahan Kazandjian ; et
- Madame Laurence Guitard.

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil d'administration a désigné lors de sa séance du 18 novembre 2021, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1° et 4° et II du RGAMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire si les conditions de mise en œuvre sont réunies.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 7 avril 2022, sur convocation de Madame Véronique Weill, présidente du conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés à l'exception de M. Chahan Kazandjian, absent. La séance était présidée par Madame Véronique Weill, présidente du conseil d'administration.

L'avis motivé du conseil d'administration rendu le 7 avril 2022 est reproduit dans son intégralité ci-après :

« La présidente rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« Offre ») visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 21,90 euros par action (dividende attaché), initié par La Banque Postale SA (« La Banque Postale » ou l'« Initiateur »).

La présidente rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 16 mars 2022.

La présidente rappelle que, préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le 16 mars 2022, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre ;*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 7 avril 2022, complété du rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, et de l'avis motivé du Conseil d'administration ;*
- *le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire et à l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*
- *l'avis unanime du Comité social et économique de CNP Assurances sur l'Offre en date du 8 mars 2022 ; et*

- la recommandation du comité ad hoc de CNP Assurances qui s'est réuni préalablement à la présente réunion.

1. Rappels sur la constitution du Comité ad hoc

La présidente rappelle que, lors de sa réunion du 28 octobre 2021, le Conseil d'administration a mis en place un comité ad hoc (le « **Comité** »), chargé de préparer les travaux du Conseil d'administration relatif au projet annoncé par La Banque Postale le même jour. Il a été décidé dans ce cadre que, le Comité aurait pour mission principale, dans le cadre de l'opération initiée par La Banque Postale, d'examiner l'ensemble des termes et conditions du projet d'Offre publique qui serait lancée, en ce compris les accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, d'assurer le suivi du déroulement et des éventuelles discussions qui seraient menées dans ce cadre, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Lors de sa constitution le 28 octobre 2021, le Comité était composé de six membres :

- Madame Véronique Weill, présidente du Conseil d'administration et du Comité ;
- Madame Marcia Campbell ;
- Madame Rose-Marie Van Lerberghe ;
- Madame Stéphane Pallez ;
- Madame Laurence Guitard ; et
- Monsieur Chahan Kazandjian,

soit l'ensemble des administratrices indépendantes et des administrateurs représentant les salariés de la Société.

Madame Amélie Breitburd, cooptée comme administratrice indépendante lors du Conseil d'administration du 22 décembre 2021, a été lors de la même séance nommée au Comité, portant à sept le nombre de ses membres.

2. Travaux du Comité ad hoc

Madame Véronique Weill, en sa qualité de présidente du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre.

i. Désignation de l'expert indépendant

La présidente rappelle que lors de sa réunion du 10 novembre 2021, le Comité a examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. À l'issue de cette revue, le Comité a sélectionné le cabinet Ledouble en ayant porté une attention particulière à (i) l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations d'offres publiques suivies d'une procédure de retrait obligatoire, notamment avec des accords connexes et (iii) plus généralement la réputation professionnelle et les moyens humains et matériels de ces experts.

Lors de sa réunion du 18 novembre 2021, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet Ledouble a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission.

Par ailleurs lors de la réunion du 18 novembre 2021 du Conseil d'administration, le cabinet Viguié Schmidt & Associés A.A.R.P.I. a été confirmé en qualité de conseil juridique et Lazard a été désigné en qualité de conseil financier, afin d'assister les membres du Comité dans le cadre de l'opération annoncée et du projet d'Offre.

ii. Travaux du Comité et suivi des travaux de l'expert indépendant par le Comité

Depuis la désignation de l'expert indépendant le 18 novembre 2021, le Comité s'est réuni à 14 reprises, dont à 8 reprises en présence de l'expert indépendant. A chaque fois, le Comité s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Les membres du Comité se sont réunis pour les besoins de leur mission, à chaque fois en présence de ses conseils juridiques, Viguié Schmidt & Associés et financiers, Lazard :

- le 10 novembre 2021, afin d'étudier lors de cette première réunion le rôle du Comité dans le cadre de l'opération projetée par La Banque Postale. Le Comité a pris connaissance des profils de plusieurs cabinets d'experts indépendants et après étude de leurs profils a décidé de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Ledouble. Le Comité a également pris connaissance et échangé sur les termes du document formalisant l'accord entre La Banque Postale et le groupe BPCE ayant fait l'objet d'une annonce le 28 octobre 2021. Le Comité a enfin pris connaissance des profils des banques qui pourraient accompagner le Comité dans le cadre de l'opération projetée par La Banque Postale et a décidé de retenir Lazard en qualité conseil ;*
- le 15 novembre 2021, en présence pour une partie de l'expert indépendant, afin que soit présentée par le cabinet Ledouble sa mission d'expert indépendant. Le Comité a également fait un point avec ses conseils sur les chantiers liés au projet d'Offre de La Banque Postale ;*
- le 23 novembre 2021, en présence pour une partie de l'expert indépendant, afin que le cabinet Ledouble fasse un point d'étape concernant les travaux de collecte de documents auprès de La Banque Postale et de CNP Assurances qui permettront à l'expert indépendant de démarrer ses travaux. Le directeur général de la Société est également intervenu afin de présenter l'organisation mise en place au sein de la Société dans le cadre du projet d'Offre ;*
- le 7 décembre 2021, en présence du directeur général de la Société, afin que le Comité et ses conseils échantent sur les modalités selon lesquelles, comme cela a été indiqué dans le communiqué de presse commun de La Banque Postale et le groupe BPCE annonçant leur opération, des discussions pourraient être menées entre le groupe BPCE et CNP Assurances en vue de prolonger jusqu'en 2035 le partenariat en épargne et prévoyance actuellement en vigueur. Le directeur général de la Société a présenté au Comité son analyse et ses propositions suite à des réunions avec les équipes de La Banque Postale et le groupe BPCE. Le directeur général a rendu compte de ce que LBP et BPCE étaient convenues que CNP Assurances et BPCE discuteraient de bonne foi une modification de leurs accords de partenariat en épargne-retraite, assurance collective des emprunteurs, prévoyance et santé collective pour prévoir, en modifiant certains paramètres dans le maintien des grands équilibres du partenariat la prolongation des accords en épargne retraite jusqu'au 31 décembre 2035. Si fin septembre 2023 ces discussions n'ont pas abouti, les accords actuels seront maintenus sans modification. S'agissant de l'asset management, le directeur général a présenté l'état des discussions qui étaient déjà en cours lors de l'annonce de l'opération de La Banque Postale et du groupe BPCE, entre CNP Assurances et Ostrum Asset Management ;*

- le 14 décembre 2021, en présence pour partie de l'expert indépendant, afin que le cabinet Ledouble fasse un point sur l'avancement de ses travaux et du travail de collecte des documents nécessaires à réaliser ses travaux. Le directeur général, assisté du conseil juridique de la Société le cabinet De Pardieu Brocas Maffei, a fait un point sur les discussions à intervenir avec le groupe BPCE d'ici septembre 2023 en épargne-retraite et présenté l'état des discussions concernant la prolongation jusqu'en 2030 des conventions d'asset management existantes entre CNP Assurances et Ostrum Asset Management et entre CNP Assurances et AEW Europe ;
- le 21 décembre 2021, en présence du directeur général, afin que soit présenté le dernier état des négociations concernant les conventions d'asset management existantes entre CNP Assurances et à la fois Ostrum Asset Management et AEW Europe qui seraient prolongées ;
- le 4 janvier 2022, en présence de l'expert indépendant, afin de faire un point sur l'avancement de ses travaux et du travail de collecte des documents nécessaires à ses travaux. Le Comité a également examiné le calendrier de remise du « plan d'affaires » devant être remis à l'expert indépendant conformément à la réglementation boursière afin que celui-ci puisse l'intégrer à ses travaux d'évaluation ;
- le 25 janvier 2022, afin que le management de la Société présente le plan d'affaires intitulé « Plan stratégique 2021-2030 » devant être validé par le conseil d'administration. Le Comité a pris note que l'opération d'acquisition par CNP Assurances des activités d'assurance non-vie de La Banque Postale n'était pas intégrée au plan d'affaires car ses termes économiques et financiers n'étaient pas encore finalisés. Le Comité a pris note que cette opération serait réalisée postérieurement à l'Offre. Le Comité a souligné comme point de vigilance les aspects valorisation et processus d'acquisition ;
- le 8 février 2022, afin que Lazard présente ses travaux préliminaires de valorisation de CNP Assurances. Les membres du Comité ont pu échanger sur ces éléments et notamment concernant l'échantillon de comparables boursiers ;
- le 15 février 2022, en présence pour partie de l'expert indépendant, afin que le cabinet Ledouble fasse un point d'avancement sur l'état des informations dont il dispose, tant pour ses travaux d'évaluation que pour ce qui est des accords connexes, que sont les projets de cession par La Banque Postale au groupe BPCE de ses participations dans les sociétés AEW et Ostrum AM ;
- le 8 mars 2022, en présence pour partie de l'expert indépendant, afin que le cabinet Ledouble fasse un point d'étape sur ses travaux de valorisation et rende compte des fourchettes de valeur de la Société résultant de l'évaluation multicritères qu'il conduit. Le cabinet Ledouble a indiqué que ses calculs seront actualisés avec les données de marché fin mars, dans la perspective de l'établissement de son attestation d'équité. Le Comité a pris note que La Banque Postale s'est engagée à ce que l'intégration de ses activités d'assurance non vie au sein de CNP Assurances soit réalisée à juste valeur et selon un processus conforme aux meilleures pratiques de gouvernance ;
- le 15 mars 2022, afin de prendre connaissance de sensibilités complémentaires au « Plan stratégique 2021-2030 » demandées par l'expert indépendant et Lazard qui ont été présentées par le management de la Société. Lazard a par ailleurs présenté ses travaux de valorisation des sociétés Ostrum Asset Management et AEW Europe dans le cadre des opérations de cession des participations minoritaires détenues dans ces entités par La Banque Postale au groupe BPCE ;
- le 29 mars 2022, en présence en partie de l'expert indépendant afin que celui-ci présente son projet de rapport qui fera l'objet d'une actualisation avec les données de marché au 31 mars 2022 ;

- le 5 avril 2022, en présence de l'expert indépendant et du directeur général, le Comité a pris connaissance du projet de rapport de l'expert indépendant actualisé avec les données de marché au 31 mars 2022. Le management a présenté les principaux termes des conventions de gestion d'actifs à conclure entre la société et Ostrum Asset Management et entre la société et AEW ;
- le 7 avril 2022, en présence de l'expert indépendant qui a présenté son rapport définitif, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration.

Le Comité note que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, aux données prévisionnelles que la Société estime pertinentes afin de satisfaire les exigences de la réglementation boursière en cas d'offre publique. Le management de la Société a mis à jour son plan stratégique à horizon 2030 qui a été communiqué au Comité, au Conseil d'administration, à l'Initiateur et à l'expert indépendant. Le Scénario central de ce plan d'affaires intègre un certain nombre d'hypothèses macroéconomiques et commerciales que le management a jugé appropriées à la situation de CNP Assurances. Ce Scénario Central du « Plan stratégique 2021-2030 » de CNP Assurances a été présenté au Comité le 25 janvier 2022 et approuvé par le Conseil d'administration le 16 février 2022. Par ailleurs, l'expert indépendant a eu accès à des analyses de sensibilité du Scénario Central, réalisées par CNP Assurances sur la demande notamment de l'expert indépendant, avec pour objectif d'illustrer la déformation de la trajectoire financière dans des hypothèses macroéconomiques différentes de celles retenues dans le Scénario Central. Dans ces analyses, les hypothèses de gestion financière du Scénario Central ont été revues, à la marge, afin de refléter une trajectoire financière aussi réaliste que possible. Ces analyses de sensibilité ont une valeur illustrative et n'ont pas fait l'objet d'une validation par le Conseil d'administration de CNP Assurances.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Le détail des interactions entre le Comité et l'expert indépendant figure dans le rapport d'expertise du cabinet Ledouble.

iii. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

La Présidente du Conseil d'administration donne alors la parole à Madame Agnès Piniot et à Monsieur Sébastien Sancho afin qu'ils présentent les conclusions du rapport établi par le cabinet Ledouble sous la supervision du Comité conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, résume les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Evaluation Multicritère, dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, les Actions non présentées à l'Offre par les Actionnaires Minoritaires de CNP ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que :

- *les CMPV, notamment ceux constatés sur les « 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre », et les cours cible des analystes à la date de l'annonce de l'Offre, se situent en net retrait par rapport au Prix de l'Offre (§ 4.3.1 et § 4.3.3) ;*
- *la valeur fondamentale de l'Action au travers de son évaluation intrinsèque (DDM) sur la base du Scénario Central ou de son évaluation analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables), confirme l'existence d'une prime induite par le Prix de l'Offre sur l'ensemble des méthodes de valorisation mises en œuvre (§ 4.7) ;*
- *les analyses de sensibilité menées avec les scénarii alternatifs confirment que le Prix de l'Offre reflète une valeur de l'Action fondée sur une anticipation de rehaussement des taux d'intérêt et un objectif de CAC 40 à un niveau élevé. Les scénarios qualifiés de stress test affichent une valeur de l'Action en net retrait par rapport au Prix de l'Offre (§ 4.5.1.3).*

Par ailleurs :

- *aucune opération n'a été réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des 18 derniers mois à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;*
- *nous avons obtenu la confirmation que :*
 - *comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attend pas de synergies de coûts du fait de l'Offre (§ 2.3.1) ;*
 - *l'Initiateur n'a reçu aucune offre sur les titres de la Société à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;*
 - *l'Initiateur n'a pas prévu de modifications substantielles de ses relations contractuelles courantes avec le Groupe BPCE, pouvant bénéficier favorablement à BPCE, et qui pourraient s'assimiler à un complément de prix octroyé à BPCE.*

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 6).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'actionnaires minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF (§ 7).

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- *nous sommes en mesure de conclure que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- *nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de CNP dont les titres sont visés par l'Offre. »*

Le Conseil d'administration prend acte que, selon le rapport établi par le cabinet Ledouble, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur, de 21,90 euros par action de CNP Assurances (dividende attaché), est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire et que le cabinet Ledouble n'a pas identifié, dans les accords et opérations connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de CNP Assurances dont les titres sont visés par l'Offre.

3. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par CNP Assurances

La présidente rappelle que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

4. Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

La présidente indique que depuis l'annonce du projet d'Offre de La Banque Postale le 28 octobre 2021, la Société n'a pas reçu d'observation écrite d'actionnaire.

5. Recommandation du Comité ad hoc

La présidente indique que le 7 avril 2022, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard notamment du projet de rapport de l'expert indépendant.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité constate que le projet d'Offre a un intérêt stratégique pour CNP Assurances à plusieurs titres.

Le Comité relève que le projet d'Offre s'inscrit dans la continuité du projet dit « Mandarine » initié en juin 2019 et mis en œuvre en mars 2020, qui avait pour objet, sous l'égide de la Caisse des Dépôts, de consolider le pôle public de bancassurance avec La Poste, La Banque Postale et CNP Assurances en favorisant l'émergence d'un groupe simplifié, tout en préservant le modèle multi-partenarial et international de CNP Assurances.

Le Comité a pris note également des intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information, et notamment que l'Initiateur n'envisage pas de modifier la gouvernance de la Société quel que soit le résultat de l'Offre et a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre, qui ne sera pas remise en cause quel que soit le résultat de l'Offre ; le Comité a noté en particulier que le modèle multi-partenarial et international qui fait le succès de la Société sera préservé, et note que le maintien du comité de suivi des partenariats de distribution dans sa composition et ses attributions actuelles, y contribuera.

Le Comité a relevé que l'opération envisagée permettrait à CNP Assurances de :

- (i) renforcer le modèle de bancassurance intégré, complété par l'intégration et la consolidation de l'ensemble des activités assurantielles de La Banque Postale au sein de CNP Assurances ;
- (ii) aligner plus encore les intérêts de CNP Assurances et de La Banque Postale au travers d'une meilleure intégration de la chaîne de création (CNP Assurances) et de distribution (La Banque Postale) des produits ;
- (iii) se positionner comme le vecteur assurantiel du groupe, le moteur principal de la stratégie de croissance externe et d'internationalisation de La Banque Postale, renforçant son positionnement sur des marchés à forte croissance ;
- (iv) accélérer la transformation de son modèle (via la digitalisation notamment) tout en restant multi-partenarial ;
- (v) mettre en œuvre sa nouvelle ambition en IARD avec le rapprochement des activités non-vie de La Banque Postale et ainsi transformer CNP Assurances qui deviendrait un acteur significatif en IARD.

Le Comité indique avoir porté une attention particulière aux sujets suivants concernant le projet d'Offre :

- (i) les accords à intervenir entre CNP Assurances et Ostrum Asset Management d'une part et AEW d'autre part, prolongeant jusqu'en 2030 les conventions de gestion d'actifs aux conditions actuellement en vigueur ;
- (ii) l'accord conclu entre La Banque Postale et le groupe BPCE qui prévoit que des discussions doivent intervenir entre le groupe BPCE et CNP Assurances s'agissant de leurs accords de partenariat en épargne-retraite, assurance des emprunteurs et prévoyance collective ; le Comité a noté que cet accord, dans son principe, laisse à CNP Assurances la faculté de ne pas consentir aux modifications envisagées dans l'hypothèse où ces modifications ne permettraient pas de maintenir les grands équilibres du partenariat, étant précisé que cet équilibre sera recherché dans la prolongation des accords jusqu'au 31 décembre 2035, l'évolution de la quote-part de coassurance en assurance collective des emprunteurs de CNP Assurances et dans d'autres paramètres à convenir en tant que de besoin pour parvenir à l'objectif visé. Dans l'hypothèse où les négociations en vue de la prolongation des accords jusqu'au 31 décembre 2035 n'auraient pas abouti fin septembre 2023, alors les conditions du partenariat actuellement en vigueur resteraient inchangées ;
- (iii) le projet de transfert des activités d'assurance non-vie de La Banque Postale à CNP Assurances, afin d'accélérer la stratégie actuelle de diversification de CNP Assurances et d'en faire l'assureur unique de La Banque Postale ; le Comité a pris note que La Banque Postale s'est engagée à ce que l'intégration de ses activités d'assurance non vie au sein de CNP Assurances soit réalisée à juste valeur et selon un processus conforme aux meilleures pratiques de gouvernance. Le Comité aurait aimé avoir une vision plus précise de l'intégration de ces activités non-vie de La Banque Postale, y compris quant aux conséquences pour les collaborateurs de CNP Assurances.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité considère que l'Offre présente un intérêt certain pour la Société.

- S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

Le Comité constate que l'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 21,90 euros par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre.

Le Comité note que le calendrier prévisionnel de l'Offre prévoit que l'Offre soit ouverte postérieurement (le 2 mai 2022) à la date de l'assemblée générale des actionnaires de CNP Assurances (le 22 avril 2022) lors de laquelle un dividende d'un euro sera soumis au vote des actionnaires. L'Initiateur a indiqué que si la date de détachement du dividende d'un euro proposé pour l'exercice 2021 est antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre, le montant de celui-ci viendra en déduction du prix par action de l'Offre, soit 20,9 euros par titre. Le Comité souligne que le suivi des actionnaires apportant leurs titres à l'Offre devra en conséquence être très précis.

Le Comité note que le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix payé par La Banque Postale pour acquérir la participation minoritaire au capital de la Société détenue par le groupe BPCE le 17 décembre 2021.

Le Comité a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'offre de 21,90 euros par action présentés par les établissements présentateurs de l'Offre dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Comité a pris connaissance des éléments d'analyse multicritères conduite par Lazard pour l'évaluation de la Société faisant ressortir que le prix de l'Offre se compare favorablement par rapport à l'ensemble des critères retenus.

Le Comité a examiné le rapport établi par le cabinet Ledouble et l'analyse multicritères suivie par l'expert indépendant, conduisant le cabinet Ledouble représentée par Agnès Piniot et Sébastien Sancho à conclure que le prix de l'offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Le Comité note que le prix de l'Offre présente une prime de 36 % sur le cours de bourse avant annonce et de 50 % sur le cours moyen pondéré par les volumes sur les vingt (20) jours avant annonce.

Le Comité note que le cabinet Ledouble a indiqué dans son attestation d'équité que :

- les cours moyens pondérés par le volume (CMPV) de l'action CNP Assurances, notamment ceux constatés sur les « 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre », et les cours cible des analystes à la date de l'annonce de l'Offre, se situent en net retrait par rapport au prix de l'Offre ;*
- la valeur fondamentale de l'action de CNP Assurances au travers de son évaluation intrinsèque (DDM) sur la base du scénario central ou de son évaluation analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables), confirme l'existence d'une prime induite par le prix de l'Offre sur l'ensemble des méthodes de valorisation mises en œuvre ; et*
- Les analyses de sensibilité menées avec les scénarii alternatifs confirment que le Prix de l'Offre reflète une valeur de l'Action fondée sur une anticipation de rehaussement des taux d'intérêt et un objectif de CAC 40 à un niveau élevé. Les scénarios qualifiés de stress test affichent une valeur de l'Action en net retrait par rapport au Prix de l'Offre.*

Le Comité considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire et en l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité note que l'Initiateur a indiqué que le projet d'Offre permettrait le renforcement de la collaboration entre CNP Assurances et La Banque Postale et n'aura :

- (i) aucune conséquence sur la stratégie de CNP Assurances :*
 - le nom et la marque CNP Assurances sont conservés ;*
 - la stratégie internationale et multi-partenariale de CNP Assurances est poursuivie ;*
- (ii) aucune conséquence sur l'organisation de CNP Assurances :*
 - la gouvernance de CNP Assurances demeurera inchangée ;*
 - aucun changement d'organisation n'est envisagé du fait du projet d'Offre ;*
 - l'objectif du projet est simplement de permettre une plus grande proximité et une meilleure collaboration ;*

(iii) aucune conséquence sur les effectifs de CNP Assurances :

- l'Initiateur n'anticipe aucune conséquence sur les effectifs CNP Assurances, à l'exception des postes dédiés à la cotation sur un marché réglementé qui pourraient être affectés par le projet d'Offre, étant précisé toutefois que l'Initiateur s'est engagé à ce que CNP Assurances propose des adaptations de leur postes et que les équipes du département communication financière de CNP Assurances poursuivront leurs missions non liées à la cotation de la Société. Le projet d'Offre générerait, au contraire, des opportunités de carrières pour les salariés de CNP Assurances ;

(iv) aucune conséquence sur le statut individuel ou collectif de CNP Assurances :

- aucun impact sur le contrat de travail ou le lieu de travail des salariés de CNP Assurances ;
- aucune conséquence sur les conventions, accords d'entreprise, engagements unilatéraux, usages en vigueur au sein de CNP Assurances ou sur les institutions représentatives du personnel qui demeureraient inchangés.

Le Comité note par ailleurs que l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de fusionner avec CNP Assurances et que l'Offre n'aura pas de conséquences sur l'organisation juridique de la Société.

Le Comité prend note des termes de l'avis unanime que le Comité social et économique de CNP Assurances a rendu le 8 mars 2022. Le Comité souligne que le Comité social et économique a relevé notamment que cette opération ne crée pas de nouvelle obligation ou de contrainte pour CNP Assurances, que La Banque Postale a tout intérêt au développement des résultats de CNP Assurances et à faciliter la recherche de partenariats hors du groupe et le développement du modèle ouvert.

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre telle que décrite dans le projet de note d'information de l'Initiateur est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité des membres présents à l'exception de Mme Laurence Guitard qui s'est abstenue et étant précisé que M. Chahan Kazandjian était absent, **recommande** au Conseil d'administration, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

6. Conclusion et avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment : les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, les éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs de l'Offre, l'avis du Comité social et économique de la Société, les conclusions du rapport de l'expert indépendant le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, et les conclusions des travaux de revue du Comité, à l'unanimité des membres présents ou représentés à l'exception de Mme Laurence Guitard qui s'est abstenue et étant précisé que M. Chahan Kazandjian était absent :

- **prend acte :**

- des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;

- des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
- de l'avis unanime du Comité social et économique de la Société sur l'Offre ;
- des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant
 - que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;
 - que les accords et opérations connexes ne comportent pas de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de CNP Assurances dont les titres sont visés par l'Offre ;
- des travaux et recommandations du Comité;
- **décide** de reprendre à son compte les travaux et la recommandation d'avis motivé du Comité en date du 7 avril 2022 ;
- **considère** à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **prend acte** que les actions auto détenues par la Société ne seront pas apportées dans le cadre de l'Offre ;
- **approuve** le projet de note en réponse de la Société ;
- **autorise**, en tant que de besoin, le Directeur Général, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

En conséquence de ce qui précède, les membres du Conseil d'administration précisent qu'ils apporteront à l'Offre l'ensemble des actions de la Société qu'ils détiennent. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 3 de la Note en Réponse ont fait part de leurs intentions comme suit :

Administrateur	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
La Banque Postale représentée par Madame Perrine Kaltwasser ¹²	585.329.268	N/A
Monsieur Yves Brassart	200	Apport à l'Offre(*)
Madame Amélie Breitburd	-	-
Madame Marcia Campbell	750	Apport à l'Offre(*)
Monsieur Bertrand Cousin	-	-
Madame Sonia de Demandolx	200	Apport à l'Offre(*)
Monsieur Nicolas Eyt	300	Apport à l'Offre(*)
Monsieur François Géronde	200	Apport à l'Offre(*)
Madame Laurence Guitard	10	Apport à l'Offre(*)
Monsieur Philippe Heim	-	-
Monsieur Chahan Kazandjian	-	-
Madame Christine Marcellier	200	Apport à l'Offre(*)
Monsieur Laurent Mignon	-	-
Madame Stéphane Pallez	200	Apport à l'Offre(*)
Madame Rose-Marie Van Leberghe	200	Apport à l'Offre(*)
Madame Véronique Weill	500	Apport à l'Offre(*)
Monsieur Philippe Wahl	200	Apport à l'Offre(*)

(*) Le règlement intérieur du conseil d'administration devant faire l'objet d'une modification à l'effet de supprimer cette obligation de détention.

Le règlement intérieur du conseil d'administration en vigueur à la date de la Note en Réponse prévoit un engagement individuel des administrateurs de détenir un nombre minimum de deux cents (200) Actions de la Société, ce minimum étant porté à cinq cents (500) Actions pour le président du conseil d'administration. Cette règle d'ordre interne est applicable à l'ensemble des personnes physiques membres du conseil d'administration, y compris le représentant permanent d'une personne morale, à l'exception des administrateurs représentant les salariés.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

À la date de la Note en Réponse, la Société détient 374.074 de ses propres Actions.

¹² Madame Perrine Kaltwasser détient 200 Actions à la date de l'avis motivé, qu'elle a l'intention d'apporter à l'Offre(*).

Le conseil d'administration dans sa réunion du 7 avril 2022 a pris acte du fait que les 374.074 Actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées dans le cadre de l'Offre.

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE

6.1 Protocole d'Accord

Comme indiqué dans la section 1.3.1 de la Note d'Information et à la section 2.1.1 de la Note en Réponse, le Protocole d'Accord a été conclu le 27 octobre 2021 entre LBP et BPCE.

En application du Protocole d'Accord, LBP et BPCE sont notamment convenues de ce qui suit :

- l'Acquisition du Bloc BPCE et le dépôt par LBP auprès de l'AMF, dès que possible après la réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE, d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les Actions qu'elle ne détient pas, à un prix par Action identique au Prix par Action du Bloc BPCE, laquelle offre serait, le cas échéant, suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions réglementaires sont réunies ;
- un projet de cession par LBP à BPCE ou l'une des entités du groupe BPCE, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises, de l'intégralité des actions détenues par La Banque Postale Asset Management Holding, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 34, rue de la Fédération, 75015 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 879 555 183 (« **LBP AM Holding** ») dans Ostrum Asset Management, société anonyme dont le siège social est situé 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 525 192 753 (« **Ostrum** »), soit 20.746.243 actions représentant environ 42,76% du capital social et 45% des droits de vote d'Ostrum (le « **Projet de Cession Ostrum** ») ;
- un projet de cession par LBP à BPCE ou l'une des entités du groupe BPCE, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises, de l'intégralité des actions qui étaient à cette date détenues par SF2 dans AEW EUROPE SA, société anonyme dont le siège social est situé 22, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 409 039 914 (« **AEW Europe** »), soit 113.505 actions représentant 40% du capital social d'AEW Europe (le « **Projet de Cession AEW** ») ;
- le renforcement et la prolongation des partenariats industriels et des accords commerciaux existants en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers entre le groupe LBP (en ce compris CNP Assurances) et le groupe BPCE (la « **Consolidation des Accords** ») ;
- le souhait d'initier des discussions avec la Société avec pour projet de prolonger le partenariat industriel entre CNP Assurances et BPCE (la « **Consolidation du Partenariat entre CNP Assurances et BPCE** »).

En application du Protocole d'Accord, LBP et BPCE se sont en outre engagées chacune réciproquement à informer et, le cas échéant, à consulter (ou à faire en sorte que soient informées et, le cas échéant, consultées) les institutions représentatives du personnel compétentes de leur groupe avant la conclusion des accords définitifs sur les opérations envisagées, afin d'obtenir leur avis sur lesdites opérations conformément aux dispositions du Code du travail en vigueur.

LBP a demandé au cabinet de conseil financier Accuracy de vérifier que les termes et conditions financières du Projet de Cession Ostrum et du Projet de Cession AEW étaient équitables pour,

respectivement, les actionnaires de LBP AM Holding et les actionnaires de l'Initiateur, ce que le cabinet Accuracy a confirmé dans deux rapports remis à LBP le 15 décembre 2021.

6.2 Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE

Comme indiqué dans la section 1.3.2 de la Note d'Information et à la section 2.1.2 de la Note en Réponse, le Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE a été conclu le 16 décembre 2021 entre LBP et BPCE.

En application du Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE, LBP et BPCE sont convenues de l'Acquisition du Bloc BPCE par LBP ainsi notamment de ce qui suit :

- un droit de suite (le « **Droit de Suite** »)¹³ visant, le cas échéant, à assurer à BPCE un traitement égal à celui offert aux autres actionnaires de la Société, payable par LBP à BPCE dans l'hypothèse où l'offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des actions de la Société que LBP ne détient pas déposée par LBP auprès de l'AMF (ou, le cas échéant, l'offre modifiée, dans le cas du dépôt d'une nouvelle offre par LBP, si l'offre initiale était déclarée non conforme par l'AMF ou si la conformité de l'offre initiale était annulée par la Cour d'appel de Paris) serait déclarée conforme par l'AMF, et où le prix par action de la Société offert dans le cadre de ladite offre (telle que modifiée le cas échéant) serait supérieur au Prix par Action du Bloc BPCE et que cette différence de prix traduit un traitement plus favorable que celui offert à BPCE ;
- le Droit de Suite relatif aux Actions Cédées sera dans ce cas égal à (i) la différence positive entre (x) le prix par action payé par LBP dans le cadre de l'offre (telle que modifiée le cas échéant) et (y) le Prix par Action du Bloc BPCE, multipliée par (ii) le nombre d'Actions Cédées ;
- dans l'hypothèse où un dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021 serait distribué par la Société après la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE et avant la clôture de l'offre (telle que modifiée le cas échéant), et où le prix par action payé par LBP dans le cadre de l'offre ne serait pas ajusté du montant du dividende distribué, LBP versera à BPCE un montant égal (i) au montant du dividende par action de la Société, multiplié par (ii) le nombre d'Actions Cédées.
- LBP s'engage à verser, le cas échéant, le Droit de Suite à BPCE sous forme de fonds immédiatement disponibles sur le compte bancaire de BPCE (dont les coordonnées devront avoir été communiquées préalablement par BPCE à LBP) dans les dix (10) jours ouvrés suivant la date de clôture de l'offre (telle que modifiée le cas échéant).

Au titre du Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE, BPCE s'est par ailleurs engagée à s'abstenir de voter au sein du conseil d'administration de la Société en faveur d'un projet de décision préjudiciable au bon déroulement de l'offre ainsi que, durant les douze (12) mois suivant la signature du Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE, (i) de procéder à toute annonce ou communication préjudiciable au bon déroulement de l'offre et (ii) de réaliser ou conclure tout accord portant sur les titres de la Société, exception faite des opérations prévues par le Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE.

En application du Contrat d'Acquisition du Bloc BPCE, M. Jean-François Lequoy a démissionné de son mandat de membre du conseil d'administration de la Société et de membre des comités du conseil d'administration de la Société à compter de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc BPCE, à savoir le 17 décembre 2021.

¹³ Le Droit de Suite expirera au terme du délai légal de recours contre la décision de conformité de l'Offre, en l'absence de recours.

6.3 Protocole

Comme indiqué dans la section 1.3.3 de la Note d'Information, il est prévu qu'un protocole soit conclu au cours du premier semestre 2022 afin de préciser les modalités de mise en œuvre du Projet de Cession AEW, du Projet de Cession Ostrum, de la Consolidation des Accords et de la Consolidation du Partenariat entre CNP Assurances et BPCE (le « **Protocole** »).

Ainsi que cela est indiqué par LBP dans sa Note d'Information, le Protocole organise la sortie de LBP et de LBP AM Holding, respectivement, du capital d'AEW Europe et d'Ostrum, ainsi que la pérennisation des relations contractuelles entre les groupes LBP et BPCE jusqu'au 31 décembre 2030, et prévoit notamment les stipulations décrites ci-dessous. Il est également précisé dans la Note d'Information que les détails de mise en œuvre de ce Protocole qui sont en cours de finalisation ne pourront avoir pour effet d'altérer l'équilibre économique des opérations décrites ci-après, ce à quoi LBP s'engage.

Conformément à ce qui est indiqué par LBP dans la Note d'Information, le Protocole prévoit :

(i) Pour ce qui concerne AEW Europe :

- La cession par LBP à Natixis Investment Managers, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 453 952 681 (« **NIM** »), de la totalité des actions d'AEW Europe qu'elle détient, représentant approximativement 40% du capital et des droits de vote d'AEW Europe, pour un prix de cession de 120.000.000 euros (la « **Cession AEW** »), ladite cession étant notamment subordonnée à l'obtention des autorisations réglementaires requises.
- Un mécanisme de réduction du prix de cession en cas de fin anticipée de certains accords commerciaux entre les groupes LBP (en ce compris CNP Assurances) et BPCE avant le 31 décembre 2030 visés dans le contrat relatif à la Cession AEW.
- Un droit de suite au profit de LBP en cas de réalisation par NIM d'une opération, quelle qu'en soit la nature, qui a exclusivement ou essentiellement pour objet (x) AEW Europe (ou son activité en cas d'opération portant sur ses actifs) ou (y) AEW Europe et Ostrum (ou leurs activités en cas d'opération portant sur leurs actifs) et extériorisant une valorisation subséquente supérieure à la valorisation initiale dans un délai de dix-huit (18) mois suivant la date de signature de la Cession AEW.
- Un engagement de cinq (5) ans de LBP envers BPCE, NIM et AEW Europe, en son nom et celui de ses filiales, à ne pas développer ou exercer une activité concurrente de celle d'AEW Europe et à ne pas prendre de participation représentant au moins 20% du capital et des droits de vote dans une entité exerçant une activité concurrente de celle d'AEW Europe (telles que définies dans le Protocole) en France ou dans l'Union Européenne, sous réserve de certaines exceptions prévues dans le Protocole notamment s'agissant de CNP Assurances et de ses filiales.
- La pérennisation jusqu'au 31 décembre 2030 des accords et relations commerciales existant à la date du Protocole entre les entités des groupes LBP et BPCE relatifs à AEW Europe et, à cette fin, un engagement de LBP, BPCE, AEW Europe, AEW, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 22 rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 329 255 046, et CNP Assurances à signer les avenants visés dans le Protocole afin de fixer la date d'échéance des contrats concernés au 31 décembre 2030, de telle sorte que les modifications visées par lesdits avenants entrent en vigueur à la date de réalisation de la Cession AEW.

(ii) Pour ce qui concerne Ostrum :

- La cession par LBP AM Holding à NIM de la totalité des actions d'Ostrum qu'elle détient, représentant approximativement 42,76% du capital et 45% des droits de vote d'Ostrum, pour un prix de cession de 120.000.000 euros (la « **Cession Ostrum** »), ladite cession étant notamment subordonnée à l'obtention des autorisations réglementaires requises.
- Un mécanisme de réduction du prix de cession en cas de fin anticipée de certains accords commerciaux entre les groupes LBP (en ce compris CNP Assurances) et BPCE avant le 31 décembre 2030 visés dans le contrat relatif à la Cession Ostrum.
- Un droit de suite au profit de LBP AM Holding en cas de réalisation par NIM d'une opération, quelle qu'en soit la nature, qui a exclusivement ou essentiellement pour objet (x) Ostrum (ou son activité en cas d'opération portant sur ses actifs) ou (y) Ostrum et AEW Europe (ou leurs activités en cas d'opération portant sur leurs actifs) et extériorisant une valorisation subséquente supérieure à la valorisation initiale dans un délai de dix-huit (18) mois suivant la date de signature de la Cession Ostrum.
- Un engagement de cinq (5) ans de LBP et La Banque Postale Asset Management, société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé 34 avenue de la Fédération, 75015 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 879 553 857 (« **LBP AM** »), envers BPCE, NIM et Ostrum, en leur nom et celui de leurs filiales (en ce compris CNP Assurances), à ne pas développer ou exercer d'activité concurrente de celle d'Ostrum et à ne pas prendre de participation représentant au moins 20% du capital et des droits de vote dans une entité exerçant une activité concurrente de celle d'Ostrum (telles que définies dans le Protocole) en France, sous réserve de certaines exceptions prévues dans le Protocole.
- Un engagement de trois (3) ans d'Ostrum à ne pas exercer certaines activités visées en annexe du Protocole, étant précisé que cette disposition ne limitera en rien la possibilité pour toute autre entité du groupe BPCE d'exercer lesdites activités, y compris auprès des clients d'Ostrum.
- La pérennisation jusqu'au 31 décembre 2030 des accords et relations commerciales existant à la date du Protocole entre les entités des groupes LBP et BPCE relatifs à Ostrum et, à cette fin, un engagement de LBP, LBP AM, CNP Assurances, Natixis Investment Managers International, société anonyme dont le siège social est situé 43 avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 329 450 738, BPCE et Ostrum à signer les avenants visés dans le Protocole afin de fixer la date d'échéance des contrats concernés au 31 décembre 2030, de telle sorte que les modifications visées par lesdits avenants entrent en vigueur à la date de réalisation de la Cession Ostrum.

Par ailleurs, LBP mentionne dans la Note d'Information que le Protocole précise également que :

- LBP s'engage à permettre la désignation d'un membre du conseil d'administration de CNP Assurances qui serait proposé par BPCE, dont le mandat prendra fin à l'issue de l'assemblée générale de CNP Assurances devant statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2030 ; et
- s'agissant de la Consolidation du Partenariat entre CNP Assurances et BPCE, BPCE et LBP souhaitent initier des discussions avec CNP Assurances avec pour projet, dans le maintien des grands équilibres du partenariat, de (i) prolonger les accords entre CNP Assurances et le groupe BPCE en matière notamment d'épargne-retraite, d'assurance des emprunteurs, de prévoyance et de santé collective, actuellement en vigueur jusqu'en 2030, qui seraient portés

jusqu'en 2035 (à l'exception des stipulations relatives à la gestion d'actifs du volet épargne-retraite dont la date d'échéance reste fixée au 31 décembre 2030), et (ii) s'agissant du volet assurance collective des emprunteurs, modifier en faveur du groupe BPCE la répartition en coassurance pour les nouvelles générations de prêts coassurés à partir du 1^{er} janvier 2031. Si ces négociations n'ont pas abouti au plus tard le 30 septembre 2023, les termes du partenariat entre CNP Assurances et le groupe BPCE ne seront pas modifiés et sa durée initiale demeurera fixée au 31 décembre 2030, les mécanismes de prorogation et de dénouement du partenariat étant alors librement actionnables.

6.4 Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits à la section 1.3 de la Note d'Information et dont la description est reprise à la section 6 de la Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

À la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 686.618.477 euros, divisé en 686.618.477 actions ordinaires de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital et les droits de vote de la Société au 31 mars 2022 sont répartis comme suit¹⁴ :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
LBP	585.329.268	85,25 %	1.004.282.029	90,76 %
Actionnariat salarié	1.532.239	0,22 %	1.729.372	0,16 %
Actions auto-détenues	374.074	0,05 %	374.074	0,03 %
Public	99.382.896	14,47 %	100.115.729	9,05 %
Total	686.618.477	100 %	1.106.501.204	100 %

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

¹⁴ Sur la base d'un nombre total de 686.618.477 actions et de 1.106.501.204 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31 mars 2022 publiées par la Société sur son site internet). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droit de vote.

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

En outre, l'article 11, 3° des statuts de la Société prévoit que toute personne, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir directement ou indirectement au moins 0,5 % puis 1 %, puis tous multiples de ce dernier pourcentage du capital ou des droits de vote, est tenue dans les cinq jours de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception, le nombre total des actions et le nombre des droits de vote qu'elle possède.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, et à la demande d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % des droits de vote consignés dans le procès-verbal de l'assemblée, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce qui soit en vigueur à la date de la Note en Réponse.

7.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Au 31 mars 2022 et à la connaissance de la Société, notamment sur la base des dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2021 et à la date de la Note en Réponse :

- la société SF2 a déclaré, à la suite de la fusion-absorption par la société SF2 de sa filiale à 100% Sopassure intervenue le 31 décembre 2020, avoir franchi directement à la hausse, les seuils de 5%, 10%, 15% et 20% du capital et des droits de vote et 25% et 30% des droits de vote de la Société et détenir directement 20,15% du capital et 32,37% des droits de vote de la Société ;
- la Caisse des dépôts et consignations a déclaré, à la suite de la fusion-absorption par l'Initiateur de sa filiale à 100 % SF2 intervenue le 14 décembre 2021, détenir indirectement, à cette date, par l'intermédiaire de l'Initiateur qu'elle contrôle, 431.489.340 Actions représentant 555.992.427 droits de vote, soit 62,84 % du capital et 68,47 % des droits de vote de la Société ;
- BPCE a déclaré avoir franchi à la baisse, le 16 décembre 2021, les seuils de 15 % du capital, de 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune Action de la Société ;
- la Caisse des dépôts et consignations a déclaré avoir franchi indirectement à la hausse, le 16 décembre 2021, le seuil de 2/3 du capital de la Société et détenir à cette date indirectement, par l'intermédiaire de l'Initiateur, 542.079.925 Actions de la Société représentant 666.583.012 droits de vote, soit 78,95 % du capital et 82,08 % des droits de vote de la Société ; et

- la Caisse des dépôts et consignations a déclaré avoir franchi indirectement à la hausse, le 16 mars 2022, le seuil de 90% des droits de vote de la Société et détenir à cette date indirectement, par l'intermédiaire de l'Initiateur, 585.329.268 Actions de la Société représentant 1.004.282.029 droits de vote, soit 85,25% du capital et 90,76% des droits de vote de la Société.

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci

Dans le cadre des dispositions des articles L. 225-123 et L. 22-10-46 du Code de commerce, un droit de vote double est attribué à toutes les actions nominatives et entièrement libérées, inscrites au nom du même titulaire depuis deux ans au moins. Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété sous réserve des exceptions prévues par la loi. À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs significatifs de droits de vote double autre que LBP (voir la section 7.1 ci-dessus).

À la date de la Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres CNP Assurances comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Au 31 mars 2022, 1.335.106 Actions de la Société sont détenues par le FCPE Actions CNP.

Le FCPE Actions CNP est géré par un conseil de surveillance.

Le conseil de surveillance du FCPE Actions CNP se réunira pour se prononcer, le cas échéant, sur un apport des Actions du FCPE à l'Offre.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et dix-huit membres au plus, nommés par l'assemblée générale.

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que des articles 15 et 16 des statuts de la Société.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale pour une durée de quatre ans.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés par roulement de manière à assurer un renouvellement échelonné du conseil d'administration. Pour permettre la mise en œuvre du roulement, l'assemblée

générale ordinaire peut, par exception, désigner un administrateur pour une durée inférieure à quatre ans.

Tout membre sortant est rééligible dans les conditions légales.

Les administrateurs nommés par l'assemblée générale sont révocables par l'assemblée générale ordinaire, en cours de vie sociale, sauf dispositions légales ou réglementaires contraires.

En cas de vacance par décès ou par démission, le conseil d'administration peut pourvoir provisoirement au remplacement dans les conditions légales.

Les statuts prévoient en outre que le nombre d'administrateurs personnes physiques et de représentants permanents de personnes morales âgés de plus de 70 ans ne peut, à l'issue de chaque assemblée générale ordinaire annuelle appelée à statuer sur les comptes sociaux, dépasser le tiers (arrondi, le cas échéant, au nombre entier supérieur) des administrateurs en exercice.

Par ailleurs, le conseil d'administration compte, parmi ses membres :

- un administrateur représentant les salariés, désigné par l'organisation syndicale ayant obtenu le plus de suffrages au premier tour des élections mentionnées aux articles L. 2122-1 et L. 2122-4 du Code du travail, dans la Société et ses filiales, directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français ; et
- un deuxième administrateur représentant les salariés, désigné par la seconde organisation syndicale ayant obtenu le plus de suffrages au premier tour des élections mentionnées aux articles L. 2122-1 et L. 2122-4 du Code du travail, dans la Société et ses filiales directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français, dès lors et pour autant que le conseil d'administration comporte, à la date de cette désignation, plus de huit administrateurs nommés par l'assemblée générale.

Le mandat d'un administrateur représentant les salariés est de quatre ans et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Si le conseil d'administration vient à comporter huit ou moins de huit administrateurs nommés par l'assemblée générale, le mandat de l'administrateur représentant les salariés désignés par la seconde organisation syndicale cesse préalablement à la tenue de la plus prochaine réunion du conseil d'administration.

En cas de non-maintien des conditions d'application de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, à la clôture d'un exercice, les mandats des administrateurs représentant les salariés prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ayant approuvé les comptes dudit exercice.

Le mandat de chaque administrateur représentant les salariés prend fin de plein droit par anticipation dans les conditions prévues aux articles L. 225-30, L. 225-32 et L. 225-34 du Code de commerce.

En cas de vacance, pour quelque cause que ce soit, d'un siège d'administrateur représentant les salariés, le siège vacant est pourvu dans les conditions fixées par l'article L. 225-34 du Code de commerce.

Au surplus, le règlement intérieur du conseil d'administration en vigueur à la date de la Note en Réponse prévoit un engagement individuel des administrateurs de détenir un nombre minimum de deux cents (200) Actions de la Société, ce minimum étant porté à cinq cents (500) Actions pour le président du conseil d'administration. Cette règle d'ordre interne est applicable à l'ensemble des personnes

physiques membres du conseil d'administration, y compris le représentant permanent d'une personne morale, à l'exception des administrateurs salariés.

Comme indiqué dans la Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la gouvernance de la Société quel que soit le résultat de l'Offre.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 20 des statuts de la Société.

Dans le cadre de son organisation interne, le conseil d'administration a constitué des comités spécialisés¹⁵, dont en particulier un comité de suivi des principaux partenariats de distribution de CNP Assurances (composé uniquement d'administrateurs indépendants), élément important du modèle multi-partenarial de CNP Assurances. A notre connaissance, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition et les attributions des comités du conseil d'administration quel que soit le résultat de l'Offre.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du conseil d'administration, le directeur général doit s'assurer de l'autorisation préalable du conseil d'administration pour les projets ou opérations suivants :

- toute opération de croissance externe d'acquisition ou de cession, pour un montant unitaire supérieur à dix millions d'euros (10.000.000 €) par opération, qu'elles soient réalisées par CNP Assurances ou par l'une de ses filiales, directes ou indirectes ; ce seuil prenant en compte le prix, la dette nette de la cible, toute promesse d'achat ou de souscription consentie par l'entreprise et tout engagement hors bilan. Ces dispositions ne s'appliquent pas aux acquisitions et cessions d'actifs liées à la gestion de portefeuille ;
- toute opération de croissance externe d'acquisition et de cession qui, quel que soit son montant, ne s'inscrirait pas dans l'orientation stratégique de la Société définie par le conseil

¹⁵ Un comité d'audit et des risques, un comité des rémunérations et des nominations, un comité stratégique et un comité de suivi de la mise en œuvre des partenariats entre BPCE et La Banque Postale.

d'administration. Ces dernières dispositions ne s'appliquent pas aux opérations d'expérimentation.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date de la Note en Réponse, le conseil d'administration dispose des délégations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation donnée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond	Durée de la délégation ou de l'autorisation	Utilisation
16 avril 2021 (28 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet d'attribuer gratuitement des actions existantes de CNP Assurances au profit de salariés de CNP Assurances ou de certaines catégories d'entre eux, ainsi qu'aux membres du personnel salarié des sociétés liées à CNP Assurances	0,5 % du capital social	38 mois	Néant
22 avril 2022 (35 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue de permettre à CNP Assurances d'intervenir sur ses propres actions, sauf en période d'offre publique	10 % du capital social à la date de l'assemblée générale ¹⁶	18 mois	Néant
22 avril 2022 (36 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires de CNP Assurances avec maintien du droit préférentiel de souscription	137.324.000€ ¹⁷	26 mois	Néant
22 avril 2022 (37 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'émission d'obligations super-subordonnées convertibles contingentes avec suppression du droit préférentiel de souscription	10 % du capital social par période de 12 mois ^{18 19}	26 mois	Néant
22 avril 2022 (38 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires réservée aux adhérents	3 % du capital social ²⁰	26 mois	Néant

¹⁶ Le prix d'achat unitaire maximum a été fixé à 25€.

¹⁷ Plafond global applicable aux délégations financières des 36^{ème}, 37^{ème} et 38^{ème} résolutions approuvées par l'assemblée des actionnaires le 22 avril 2022.

¹⁸ Etant précisé que le montant d'augmentation décidé en vertu de cette résolution s'imputera sur le plafond nominal fixé à la 36^{ème} résolution de l'assemblée générale du 22 avril 2022 ou sur le montant d'un plafond éventuellement prévu par une résolution de même nature qui pourrait succéder à ladite résolution pendant la durée de validité de cette délégation.

¹⁹ Le montant nominal maximum des titres de créance pouvant donner accès au capital social de CNP Assurances et susceptibles d'être émis conformément à la 37^{ème} résolution ne pourra excéder 1,5 milliard d'euros.

²⁰ Etant précisé que le montant d'augmentation décidé en vertu de cette résolution s'imputera sur le plafond nominal fixé à la 36^{ème} résolution de l'assemblée générale du 22 avril 2022 ou sur le montant d'un plafond éventuellement prévu par une résolution de même nature qui pourrait succéder à ladite résolution pendant la durée de validité de cette délégation.

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation donnée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond	Durée de la délégation ou de l'autorisation	Utilisation
	à un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe de CNP Assurances, avec suppression du droit préférentiel de souscription			

7.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La Société peut être amenée à conclure des accords contenant des clauses pouvant entraîner, sous certaines conditions, leur résiliation anticipée en cas de changement de contrôle de la Société, dont certains pourraient être, selon la Société, susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique. Certains accords conclus par CNP Assurances comportent une clause de changement de contrôle susceptible d'entraîner leur échéance anticipée ou modification, notamment des accords de bancassurance avec certains partenaires.

Néanmoins, à la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de la Note d'Information.

7.10 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 d'achat ou d'échange

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux salariés ou aux administrateurs s'ils démissionnent ou sont licenciés ou révoqués sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

8. PLAN D'AFFAIRES DE LA SOCIÉTÉ

Afin d'analyser les conditions financières de l'Offre, l'expert indépendant, ainsi que l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ont eu accès au plan d'affaires de la Société, également appelé plan stratégique 2021-2030, présenté et approuvé par le conseil d'administration en date du 16 février 2022 (le « **Plan Stratégique** »).

Les principales hypothèses du Plan Stratégique incluent notamment :

- des conditions macroéconomiques et des taux de rendement des actifs en ligne avec les conditions observées au 1^{er} décembre 2021 ;
- une poursuite de la conquête commerciale cohérente avec la stratégie établie par le management de CNP Assurances et ses partenaires avant l'Offre - notamment une hausse de la part des contrats en unités de compte dans la collecte épargne (+12 points à horizon 2030) et dans les encours en France (+17 points à horizon 2030) - se traduisant par une

croissance moyenne annualisée des revenus totaux de CNP Assurances de l'ordre de 3,4% sur 2021-2030 ;

- une poursuite de la stratégie et de la gestion financière du groupe cohérente avec les pratiques historiques de CNP Assurances, notamment :
 - une croissance moyenne annualisée du RNPG de CNP Assurances de l'ordre de 2,6% sur 2021-2030, reflétant notamment une augmentation significative de la contribution des activités internationales ;
 - un objectif de ratio de *dividend payout* de 45% cohérent avec la pratique historique de CNP Assurances ;
 - une croissance moyenne annualisée du SCR groupe de CNP Assurances de 1,9% sur 2021-2030.

Sur la base de ces hypothèses, le taux de couverture du SCR groupe oscillerait dans une fourchette de 215% à 220%, après prise en compte de la PPE, sur l'horizon 2021-2030.

Par ailleurs, plusieurs analyses de sensibilité du scénario central ont été réalisées par la Direction de CNP Assurances, avec pour objet d'illustrer la déformation du scénario central dans des environnements macro-économiques différents, qui couvrent à la fois des situations plus favorables et des situations dégradées.

Les informations et données chiffrées figurant ci-dessus reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans la Note en Réponse.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1° et 4° et II du RGAMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 18 novembre 2021 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Ce rapport, émis en date du 6 avril 2022, complété par son *addendum* en date du 26 avril 2022, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

10. INFORMATION-CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

Le 12 janvier 2022, une procédure d'information-consultation du comité social et économique de la Société a été initiée sur le projet d'Offre et le Retrait Obligatoire éventuel.

Le comité social et économique de la Société a rendu un avis le 8 mars 2022, qui est reproduit dans son intégralité ci-dessous :

« Le CSE fait les constats suivants :

L'opération ne modifie pas sensiblement le point de vue sur la stratégie déjà engagée chez LBP et CNP Assurances. Elle confirme l'alignement des intérêts des parties :

- Le rachat de 100% de l'entreprise ne crée pas de nouvelle obligation ou de nouvelle contrainte à CNP Assurances

- Elle est relative en termes de résultats et rentabilité pour La Banque Postale, car la rentabilité de l'acquisition est supérieure au rendement de placements actuellement disponibles. Cette opération est financée en partie par des fonds propres actuellement disponibles.

De ce fait nous comprenons que LBP a tout intérêt au développement de CNP Assurances et donc à faciliter le développement des partenariats. Il est rappelé que le partenariat LBP ne représente que 25% du chiffre d'affaires et 19% du RBE de l'entreprise tandis que CNP Assurances représente en 2021 de l'ordre de 90% des résultats des métiers du groupe LBP

La Banque Postale a aussi intérêt :

- au développement (des résultats) de CNP Assurances

- à faciliter cette recherche de partenariats hors groupe et du développement du modèle ouvert

En revanche, ce projet entérine l'éloignement des relations entre CNP Assurances et le groupe BPCE. Celui-ci contribuera à modifier l'image de CNP Assurances comme plateforme assurancielle de référence sur la place. En outre la sortie de cote peut aussi estomper son image et sa notoriété.

Le CSE note que des informations complémentaires auraient été utiles pour donner un avis éclairé notamment :

- La communication au CSE du dossier déposé à l'AMF avec les orientations à un an du repreneur et le business plan à l'horizon 2030

- Les modalités de représentation des élus à un comité de mission (ou des parties prenantes) comme à La Poste

- La négociation des prolongations – modifications d'accord avec BPCE d'ici le 30/09/2023

- Le schéma d'intégration des filiales assurances de La Banque Postale

- La Présentation à venir du bilan des réalisations et de la feuille de route de la Direction de L'expérience Client et des Systèmes d'Information

- Les projets de la direction permettant de compenser la disparition de l'actionnariat salarié

Le CSE regrette que ces informations n'aient pu être communiquées et souhaite que ces sujets soient présentés ultérieurement.

Le CSE comme évoqué lors de l'audition, tient également à réaffirmer son attachement à l'autonomie stratégique et de gestion de CNP Assurances et rappelle que les rôles d'actionnaire majoritaire et de partenaire commercial privilégié sont distincts et doivent le rester pour la défense du modèle multi partenarial de l'entreprise.

Soumis au vote cet avis a recueilli un avis favorable à l'unanimité des 25 votants présents (8 CFDT, 3 CFE/CGC, 5 FO, 5 CGT, 4 UNSA) »

11. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront disponibles sur le site Internet de la Société (www.cnp.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de CNP Assurances, 4, place Raoul Dautry, 75015 Paris.

12. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à ma connaissance, les données figurant dans la note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Stéphane Dedeyan, Directeur Général de CNP Assurances.

Le 26 avril 2022

Annexe 1

Rapport de l'expert indépendant, complété par son *addendum*



Ledouble

CNP Assurances

4 PLACE RAOUL DAUTRY
75716 PARIS CEDEX 15

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUIVIE LE CAS ÉCHÉANT
D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Sommaire

1.	INTRODUCTION	8
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	9
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	9
1.3.	Diligences effectuées	10
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	12
1.5.	Plan du Rapport	12
1.6.	Conventions de présentation	13
2.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	14
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre et aux Accords et Opérations Connexes	14
2.2.	Relations commerciales entre CNP, LBP et BPCE	15
2.3.	Contexte et termes de l'Offre	20
2.4.	Périmètre de l'Offre	21
2.5.	Financement de l'Offre	21
2.6.	Retrait obligatoire et radiation des Actions	22
2.7.	Accords et Opérations Connexes	22
3.	PRÉSENTATION DU GROUPE	23
3.1.	Présentation de CNP	23
3.2.	Environnement et tendances des marchés du Groupe	29
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	38
3.4.	Matrice SWOT	51
4.	ÉVALUATION DE L'ACTION	52
4.1.	Données structurant l'évaluation de l'Action	52
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	53
4.3.	Références boursières	57
4.4.	Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de la Cession de Bloc et de l'Acquisition hors Marché	60
4.5.	Méthodes d'évaluation retenues aux bornes du Groupe	60
4.6.	Valeur de la participation CNP dans les livres de LBP et BPCE	75
4.7.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre	76

<u>5.</u>	<u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ACTION PAR LES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS</u>	<u>78</u>
5.1.	Références boursières	78
5.2.	Valorisation intrinsèque (DDM)	78
5.3.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	79
5.4.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	79
5.5.	Synthèse	79
<u>6.</u>	<u>ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</u>	<u>81</u>
6.1.	Cession de Bloc	81
6.2.	Cession Ostrum	81
6.3.	Cession AEW	82
6.4.	Consolidation des Accords	84
6.5.	Consolidation du Partenariat CNP/BPCE	85
6.6.	Appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes	85
<u>7.</u>	<u>PERCEPTION DE L'OFFRE PAR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>	<u>86</u>
<u>8.</u>	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>87</u>
<u>9.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>88</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>89</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de CNP
Acquisition hors Marché	Acquisition hors marché par LBP de 43.249.343 Actions au Prix de l'Offre
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires minoritaires de CNP dont les titres sont visés par l'Offre
ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
ADP A	Action de préférence de catégorie A
AEW	AEW Europe
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévalué
AO	Action ordinaire
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BPCE	BPCE SA
BPE	Banque privée européenne, filiale de LBP
BV	<i>Book Value</i> ou capitaux propres consolidés
BV hors TS	<i>Book Value</i> minorée des Titres Subordonnés
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capital Excédentaire	Flux distribuables sur l'Horizon Explicite du Plan Stratégique tenant compte de la contrainte prudentielle
Capital Requis	Fraction de l'Actif Net Comptable qui doit être bloquée par l'assureur au titre de son activité
Cession AEW	Cession de 40% du capital de la société AEW Europe
Cession de Bloc	Cession de 16,11% du capital de CNP au prix de 21,90 € par Action (dividende attaché) au profit de LBP
Cession Ostrum	Cession de 42,76% du capital de la société Ostrum Asset Management
Cible	CNP Assurances SA
CMPV	Cours Moyens Pondérés par les Volumes
CNP	CNP Assurances SA
COE	<i>Cost Of Equity</i>
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqués	Communiqués de presse de LBP et de CNP du 28 octobre 2021 relatifs à l'Offre
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de CNP

Conseils	Conseils juridiques et conseils financiers
Conseils financiers	Pour CNP : J.P. Morgan Securities plc Pour le Comité Ad Hoc : Lazard Pour LBP : Ricol Lasteyrie Pour BPCE : Rothschild
Conseils juridiques	Pour CNP : De Pardieu Brocas Maffei Pour le Comité Ad Hoc : Viguié Schmidt & Associés Pour LBP : BDGS Associés et Darrois Villey Maillot Brochier Pour BPCE : Bredin Prat
Consolidation des Accords	Renforcement et prolongation des partenariats industriels et des accords commerciaux existants en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers entre LBP et BPCE
Consolidation du Partenariat CNP/BPCE	Consolidation du partenariat entre CNP et BPCE
CRNI-IR	Coût Résiduel des Risques Non-Couvrables
Date de Référence	26 octobre 2021, veille de l'annonce de l'Offre
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DEU	Document d'Enregistrement Universel
Direction	Direction générale et direction financière de CNP
DPS	<i>Dividend Per Share</i>
Droit de Suite	Droit de suite accordé à BPCE lui permettant de bénéficier d'un traitement équitable avec les autres actionnaires de la Société dans le cas où l'Offre portant sur la totalité des Actions que LBP ne détient pas serait réalisée à un prix par Action supérieur à 21,90 €
Équité	Caractère équitable des conditions financières de l'Offre
Établissements Présentateurs	Barclays Bank Ireland Plc, Morgan Stanley Europe SE, Natixis et BNP Paribas
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FCRC	Coût Frictionnel du Capital Requis
FFA	Fédération Française de l'Assurance
FP SCR	Niveau de fonds propres éligibles à la couverture du SCR
Free Surplus	Excédent de fonds propres pouvant être librement utilisé par la Société
Groupe	CNP et ses filiales
Groupe BPCE	BPCE, réseaux des Banques Populaires et Caisses d'Épargne et autres établissements de crédit affiliés, dont Natixis
Horizon Explicite	2022-2030 pour le Plan Stratégique
IARD	Incendie, Accidents et Risques Divers
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	La Banque Postale SA
ISR	Investissements Socialement Responsables

LBP	La Banque Postale SA
LBPAM	La Banque Postale Asset Management
LBPAM Holding	La Banque Postale Asset Management Holding
LBP <i>Distribution Agreement</i>	Accord de distribution relatif à la commercialisation des OPC gérés en délégation par Ostrum AM <i>via</i> le réseau de LBP
LBPP	La Banque Postale Prévoyance
Ledouble	Ledouble SAS
LTGR	<i>Long Term Growth Rate</i>
MCEV	<i>Market-Consistent Embedded Value</i>
MCR	<i>Minimum Capital Requirement</i>
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
n.a	Non applicable
NIM	Natixis Investment Managers
Offre	Offre publique d'achat simplifiée initiée par LBP sur les Actions
OPC	Organisme de Placement Collectif
OPCI	Organisme de Placement Collectif en Immobilier
Ostrum AM	Ostrum Asset Management
<i>Pay-out</i>	Taux de distribution de dividendes mesuré comme le rapport entre le dividende versé au titre d'un exercice et le résultat net réalisé au titre de cet exercice
P/E	<i>Price-to-earning</i> ou multiple de résultat net
Plan Stratégique	Plan d'affaires ou plan stratégique de la Société 2021-2030
PNA	Produit Net d'Assurance
Prix de l'Offre	21,90 € par Action (dividende attaché)
PPE	Provision pour participation aux excédents
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 16 mars 2022
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Protocole	Il s'agit du protocole d'accord cadre conclu le 27 octobre 2021 entre LBP et BPCE ainsi que du projet de protocole détaillant les termes et conditions de la Cession Ostrum, de la Cession AEW, de la Consolidation des Accords et de la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE
P/BV	Multiple de <i>Book Value</i>
P/TBV	Multiple de <i>Tangible Book Value</i>
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RBE	Résultat Brut d'Exploitation
RCS	Registre du commerce et des sociétés
RNPG	Résultat net part du Groupe
ROE	<i>Return On Equity</i>

ROTE	<i>Return On Tangible Equity</i>
Scénario Central	Trajectoires issues du Plan Stratégique
SCPI	Société Civile de Placement Immobilier
SCR	<i>Solvency Capital Requirement</i>
SELIC	Principal taux directeur au Brésil
Société	CNP Assurances SA
TBV	<i>Tangible Book Value</i> ou capitaux propres tangibles consolidés
TBV hors TS	<i>Tangible Book Value</i> minorée des Titres Subordonnés
TOVG	Valeur Temps des Options et Garanties Financières
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
TS	Titres Subordonnés (obligations à caractère perpétuel dont le remboursement reste à la main de l'émetteur)
UC	Unité(s) de Compte
UGT	Unité Génératrice de Trésorerie
<i>Value-in-Force</i>	<i>Cash-flows</i> futurs du portefeuille de contrats existants
VAN	Valeur des Affaires Nouvelles
VAR	<i>Value-at-risk</i>
VIF	<i>Value-In-Force</i>
WEV	<i>Warranted Equity Value</i>

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 18 novembre 2021 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société CNP Assurances SA (la « **Société** », « **CNP** » ou la « **Cible** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »), initiée par la société La Banque Postale SA (« **LBP** » ou l'« **Initiateur** ») sur les actions (les « **Actions** » et unitairement l'« **Action** ») autres que celles détenues par LBP¹, qui a déposé le 16 mars 2022 son projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

L'Offre est consécutive à la cession par la société BPCE SA (« **BPCE** »), le 16 décembre 2021, de 16,11%² du capital de CNP au prix de 21,90 € par Action (dividende attaché³) au profit de LBP (la « **Cession de Bloc** »).

Dans un contexte de rationalisation des liens capitalistiques et de renforcement des partenariats industriels entre LBP et BPCE, il est prévu concomitamment au dépôt de l'Offre :

- l'acquisition par BPCE auprès de LBP, *via* la société Natixis Investment Managers (« **NIM** »)⁴, de :
 - 42,76%⁵ du capital et 45% des droits de vote de la société Ostrum Asset Management (la « **Cession Ostrum** ») ;
 - 40%⁶ du capital et des droits de vote de la société AEW Europe (la « **Cession AEW** ») ;
- le renforcement et la prolongation des partenariats industriels et des accords commerciaux existants en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers entre les groupes LBP et BPCE (la « **Consolidation des Accords** ») ;
- le souhait d'initier des discussions avec la Société afin de prolonger le partenariat industriel entre CNP et BPCE (la « **Consolidation du Partenariat CNP/BPCE** »).

La Cession de Bloc, la Cession Ostrum, la Cession AEW, la Consolidation des Accords et la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE constituent les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »).

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à :

- attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l'« **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de CNP appelés à y apporter leurs titres, au regard du prix de 21,90 € par Action (dividende attaché) (le « **Prix de l'Offre** ») annoncé dans les communiqués de presse de LBP⁷ et de CNP⁸ du 28 octobre 2021 (les « **Communiqués** ») et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;

¹ Ou assimilées à celles-ci.

² 110.590.585 / 686.618.477 actions de la Société.

³ Dans le cas où la Société procéderait à une distribution de dividendes entre la date du Projet de Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre, le prix offert par Action dans le cadre de l'Offre sera ajusté du dividende distribué, étant précisé qu'un dividende de 1 € par Action sera soumis au vote des actionnaires de la Société lors de la prochaine assemblée générale annuelle devant se tenir le 22 avril 2022.

⁴ Filiale à 100 % du groupe Natixis dont BPCE détient le contrôle.

⁵ Participation détenue par La Banque Postale Asset Management Holding (« **LBPAM Holding** »), filiale à 70% de LBP.

⁶ Participation détenue directement par LBP.

⁷ « *La Banque Postale et le Groupe BPCE s'engagent dans la rationalisation de leurs liens capitalistiques et le renforcement de leurs partenariats industriels* », [28 octobre 2021](#).

⁸ CNP a publié sur son site Internet le même communiqué que LBP, [28 octobre 2021](#).

- s'assurer de l'absence d'éléments, dans les Accords et Opérations Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de CNP (les « **Actionnaires Minoritaires** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), présentant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07⁹ et AMF n°2006-08¹⁰, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15¹¹.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition d'un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc**¹² ») en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre.

À la suite de notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, la Société nous a adressé¹³ une lettre de mission en date du 1^{er} décembre 2021 précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées.

Cette lettre, reproduite en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ de l'article 261-1 I 1^{o14}, 4^{o15} et II¹⁶ du règlement général de l'AMF, ainsi que des deux instructions AMF n°2006-07 et AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 précitées.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible et de l'Initiateur, de leurs actionnaires et de leurs conseils juridiques et financiers respectifs¹⁷ (les « **Conseils** »), ainsi que des établissements présentateurs¹⁸ de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »)¹⁹.

⁹ « Offres publiques d'acquisition ».

¹⁰ « Expertise indépendante ».

¹¹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹² Le Comité Ad Hoc est présidé par Mme Véronique Weill, Présidente du Conseil d'Administration ; il est également constitué de l'ensemble des administrateurs indépendants, en la personne de Mme Rose-Marie Van Lerberghe, Mme Stéphane Pallez, Mme Marcia Campbell, Mme Amélie Breitburd, Mme Laurence Guitard et M. Chahan Kazandjian.

¹³ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

¹⁴ CNP est contrôlée par LBP, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

¹⁵ Compte tenu de l'existence d'Accords et d'Opérations Connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

¹⁶ Dans la perspective d'un retrait obligatoire, dans le cas où les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de CNP ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de CNP à l'issue de l'Offre.

¹⁷ Pour :

- CNP : De Pardieu Brocas Maffei (conseil juridique) et J.P. Morgan Securities plc (conseil financier) ;
- le Comité Ad Hoc : Viguié Schmidt & Associés (conseil juridique) et Lazard (conseil financier) ;
- LBP : BDGS Associés et Darrois Villey Maillot Brochier (conseils juridiques) et Ricol Lasteyrie (conseil financier) ;
- BPCE : Bredin Prat (conseil juridique) et Rothschild (conseil financier).

¹⁸ Barclays Bank Ireland Plc, Morgan Stanley Europe SE, BNP Paribas et Natixis.

¹⁹ La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec les Établissements Présentateurs²⁰ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Le profil et les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et AMF n°[2006-08](#), ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action en vue d'apprécier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;
- l'absence d'éléments, dans les Accords et Opérations Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec la direction générale et la direction financière (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc²¹, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et des Établissements Présentateurs, ont porté notamment sur :

- les informations les plus récentes disponibles permettant d'apprécier l'activité du Groupe ;

²⁰ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des Établissements Présentateurs en **Annexe 7**.

²¹ Des réunions avec le Comité Ad Hoc se sont déroulées à intervalle régulier à compter de notre désignation en tant qu'Expert Indépendant jusqu'à l'émission du Rapport.

- la documentation juridique relative à l'Offre, incluant les Accords et Opérations Connexes ;
- l'analyse du contenu du projet de Note d'Information de l'Initiateur, puis du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), dans le cadre du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur les sites Internet de la Société et de l'Initiateur ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration, des rapports de gestion et des décisions prises en Assemblée Générale antérieurement au projet d'Offre ;
- les informations comptables et financières de la Société, ainsi que de l'Initiateur, au titre notamment du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ;
- l'analyse de la valeur de l'Action dans les livres de BPCE²² et de LBP²³ ;
- l'examen approfondi et critique des données budgétaires 2022, du Plan Stratégique élaboré par la Direction et approuvé par le conseil d'administration de CNP du 16 février 2022 (le « **Scénario Central** »), ainsi que des scénarios alternatifs réalisés par la Direction pour illustrer la sensibilité du Scénario Central à des environnements macroéconomiques différents ;
- la mise en œuvre de nos travaux de valorisation à partir des trajectoires transmises par la Direction ;
- l'exploitation de nos bases de données financières²⁴, tant en ce qui concerne CNP que les autres acteurs du marché de l'assurance ;
- la revue de l'historique des cours de bourse de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'examen des notes d'analystes concernant respectivement le Groupe et les entités comparables au Groupe en termes d'activité et de modèle économique ;
- l'évaluation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») ;
- la revue des travaux des Établissements Présentateurs et la comparaison avec l'Évaluation Multicritère ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et des conditions financières de l'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère, ainsi que des Accords et Opérations Connexes.

La documentation utile à nos travaux a été mise à notre disposition dans le cadre de nos requêtes documentaires et entretiens avec nos interlocuteurs, et pour partie *via* les *data rooms* qui nous ont été ouvertes par la Société et l'Initiateur. Nous tirons également nos sources d'informations des entretiens que nous avons menés auprès de nos interlocuteurs au sein de CNP et de LBP, ainsi que des Conseils.

²² Préalablement à la Cession de Bloc.

²³ Au 31 décembre 2021.

²⁴ *Bloomberg* (paramètres financiers, Comparables Boursiers, autres données de marché), *S&P Capital IQ* (notes d'analystes et Transactions Comparables) et *Mergermarket* (Transactions Comparables).

La Société et l'Initiateur nous ont confirmé ne pas avoir reçu d'observation d'Actionnaires Minoritaires sur le projet d'Offre.

Aucun Actionnaire Minoritaire ne s'est rapproché de nous depuis l'annonce de notre désignation, qui a été relayée sur notre site Internet.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation de l'Action (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par les Établissements Présentateurs (§ 5) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- la perception de l'Offre par les Actionnaires Minoritaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion, l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars US (Md\$) ;
- milliards de reais brésiliens (MdR\$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre et aux Accords et Opérations Connexes

2.1.1. Cible

CNP est une société anonyme à conseil d'administration sise 4, place Raoul Dautry, à Paris (75015) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 341 737 062. Son capital social, d'un montant de 686.618.477 €, se compose de 686.618.477 Actions d'une valeur nominale unitaire de 1 €.

Au 31 mars 2022²⁵, le capital et les droits de vote (« DV ») théoriques²⁶ de la Société se répartissent comme suit :

Structure du capital

31-mars-22	Actions	%	DV théoriques	%
LBP	585 329 268	85,25%	1 004 282 029	90,76%
Actionnariat salarié	1 532 239	0,22%	1 729 372	0,16%
Public	99 382 896	14,47%	100 115 729	9,05%
Hors actions propres	686 244 403	99,95%	1 106 127 130	99,97%
Actions propres	374 074	0,05%	374 074	0,03%
Total	686 618 477	100%	1 106 501 204	100%

Source : Société

Le 4 mars 2022, LBP s'est vu attribuer 280.616.340 droits de vote en application des dispositions statutaires liées à la durée de détention des Actions.

Le 16 mars 2022, LBP a acquis hors marché 43.249.343 Actions au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition hors Marché** ») portant sa participation à 585.329.268 Actions représentant 85,25% du capital de CNP.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris²⁷.

Assureur français de dimension internationale, CNP, qui avec ses filiales compte près de 5.600 collaborateurs répartis en Europe et en Amérique Latine, est un acteur majeur de l'assurance vie spécialisé sur les segments de l'épargne, de la retraite, de la prévoyance ainsi que de l'assurance emprunteur.

2.1.2. Initiateur

Filiale du groupe La Poste, LBP forme, avec ses filiales dont CNP, un bancassureur de dimension européenne qui accompagne près de 20 millions de clients bancaires personnes physiques et morales, par un réseau de 17.000 points de contacts dont 7.600 bureaux de poste en France, et 48 millions d'assurés dans 19 pays différents.

²⁵ Soit après la Cession de Bloc.

²⁶ Conformément à l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

²⁷ Sous le code ISIN FR0000120222 ; mnémonique : CNP.

LBP détient à ce jour 85,25% du capital de la Société (§ 2.1.1).

2.1.3. BPCE

Établissement de crédit et prestataire de services d'investissement, BPCE est l'organe central du groupe bancaire coopératif²⁸ composé des réseaux des 14 Banques Populaires et des 15 Caisses d'Épargne ainsi que des autres établissements de crédit affiliés (le « **Groupe BPCE** »).

BPCE définit la politique et les orientations stratégiques du Groupe BPCE et coordonne les politiques commerciales de chaque réseau.

À la suite de la Cession de Bloc, BPCE ne détient plus de participation dans la Société, mais maintient des relations commerciales significatives avec CNP et LBP.

2.2. Relations commerciales entre CNP, LBP et BPCE

Dans le cadre de leurs activités historiques, CNP, LBP et BPCE ont noué des relations commerciales pour la distribution des produits d'assurance et la gestion de portefeuilles d'actifs financiers, présentées ci-après.

2.2.1. Principales relations commerciales entre CNP et LBP

2.2.1.1. *Accord de partenariat commercial*

CNP et LBP ont conclu le 25 mars 2016 un protocole-cadre général de partenariat relatif à la distribution par LBP des produits CNP (contrats d'assurance vie, de capitalisation et d'assurance des emprunteurs immobiliers de CNP).

L'accord de partenariat comporte deux volets principaux :

- les contrats d'assurance vie et de capitalisation :
 - LBP a consenti à CNP une exclusivité de distribution à hauteur d'un taux d'exclusivité fixé comme un pourcentage de parts de marché ;
 - cette exclusivité de distribution est assortie d'une convention de financement par laquelle CNP contribue aux dépenses de promotion commerciale et de communication liées à la distribution de ses produits ;
 - la rémunération de LBP s'effectue selon des modalités de « partage de sort » ;
- les contrats d'assurance des emprunteurs immobiliers de CNP :
 - LBP est en charge (i) de la distribution des contrats d'assurance des emprunteurs immobiliers de CNP et de leur gestion dans le respect d'engagements qualitatifs de service et de *reporting*, et (ii) de la réassurance des affaires nouvelles en quote-part, à hauteur de 5% par sa filiale La Banque Postale Prévoyance²⁹ (« **LBPP** ») ;
 - la rémunération de LBP est assurée par des commissions sur les primes collectées.

²⁸ Le Groupe BPCE, issu en 2009 de la fusion de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne (CNCE) et de la Banque Fédérale des Banques Populaires (BFBP), est le deuxième groupe bancaire français, acteur majeur en France et à l'international de la banque de proximité et de l'assurance, de la gestion d'actifs et de fortune, de la banque grande clientèle et des services financiers spécialisés.

²⁹ Filiale à 100% de LBP.

Initialement prévu pour une durée de 10 ans, soit jusqu'au 31 décembre 2025 pour les contrats d'assurance vie et de capitalisation, et jusqu'au 10^{ème} anniversaire de la date de début de commercialisation des contrats d'assurance des emprunteurs, ce partenariat a fait l'objet en 2019 d'un engagement de LBP³⁰ de prolongation de 10 ans³¹.

Au titre de cet accord de partenariat commercial, CNP a reconnu en 2021 une charge d'un montant de 638,2 M€³².

2.2.1.2. Protocole relatif aux produits de prévoyance

CNP et LBP ont conclu le 7 octobre 2010 un protocole relatif à la montée en autonomie de LBPP. Ce protocole a été rendu caduc en partie par le partenariat renouvelé en 2016 entre CNP et LBP aux termes duquel :

- CNP a cédé à LBP sa participation de 50% dans LBPP en date du 28 juin 2016³³, et
- une convention de délégation de gestion par LBPP à CNP des produits de prévoyance et un avenant à la convention de conseil et de gestion financière ont été conclus.

En substance, CNP conserve :

- la gestion des produits de prévoyance antérieurs à la cession de LBPP à LBP, et
- des prestations de conseil et de gestion financière relatives à ces produits.

Au titre de ces prestations et de celles rendues dans le cadre de la délégation de gestion, CNP a reconnu en 2021 un produit d'un montant de 14,1 M€³⁴.

2.2.1.3. Mandat de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières

CNP et La Banque Postale Asset Management (« **LBPAM** ») ont conclu le 26 juin 2017 une convention de gestion financière de portefeuilles d'actifs et de liquidités déposées sur un compte bancaire numéraire associé.

En vertu de ce mandat, LBPAM (i) prend en charge la gestion de portefeuilles composés d'actions et de produits de taux, ainsi que les prestations de réception-transmission d'ordre sur les organismes de placement collectifs, (ii) garantit la mise en œuvre d'un niveau de service qualitatif adéquat, et (iii) effectue des prestations de *due diligence* et d'analyses d'organismes de placement collectifs et de sociétés sous gestion pour la réalisation de potentiels investissements.

La rémunération de LBPAM au titre du mandat de gestion de ces portefeuilles de valeurs mobilières se compose :

³⁰ Communiqué de presse de CNP du 4 juin 2019 et CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

³¹ Soit jusqu'au 31 décembre 2035 pour les contrats d'assurance vie et de capitalisation et au 20^{ème} anniversaire de la date de début de commercialisation des contrats d'assurance des emprunteurs.

³² CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

³³ La modification du protocole est intervenue en amont de la cession, en date du 25 mars 2016.

³⁴ CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

- d'une commission annuelle dépendante du montant de l'encours sous gestion et de la nature des titres en portefeuille, et
- de commissions de mouvements sur les opérations réalisées sur les portefeuilles.

Ce mandat a fait l'objet de deux avenants en 2020 relatifs à :

- l'évolution des possibilités d'élargissement de l'investissement des portefeuilles de valeurs mobilières aux titres *high yield* et non cotés ;
- son transfert à Ostrum Asset Management (« **Ostrum AM** ») à la suite du rapprochement des activités taux et gestion assurantielle de Ostrum AM et LBPAM.

Ce mandat a pris fin le 23 décembre 2021 ; une nouvelle convention, portant sur le même objet, a été conclue avec Ostrum AM à cette date.

CNP n'a pas reconnu de charge sur l'exercice 2021³⁵ en application de ce mandat de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières.

2.2.2. Relations commerciales entre CNP et BPCE

2.2.2.1. Accord de partenariat commercial

CNP et BPCE ont conclu le 23 mars 2015 un protocole-cadre général de partenariat relatif aux contrats d'assurance et à la protection de l'encours en épargne retraite, aux contrats d'assurance des emprunteurs et aux contrats de prévoyance.

Initialement prévu pour une durée initiale de 7 ans, soit du 1^{er} janvier 2016 au 31 décembre 2022, ce protocole-cadre général a fait l'objet en 2019 d'une prolongation de cette échéance initiale jusqu'au 31 décembre 2030.

En ce qui concerne les contrats d'épargne retraite, BPCE a décidé, depuis 2016, d'internaliser progressivement les affaires nouvelles distribuées par son réseau. Un accord a été conclu afin de préserver les intérêts des parties, comprenant notamment :

- une conservation par CNP de la gestion des contrats antérieurs à l'internalisation, ainsi que des versements ultérieurs sur ces contrats ;
- un mécanisme de protection des encours se déclenchant en cas de surcroît ou de déficit de rachats et/ou versements ultérieurs par rapport à des trajectoires de référence déterminées en fonction des données historiques de CNP. Le choc de comportement subi en 2020 a eu pour effet la désactivation définitive de ce mécanisme ;
- une réassurance par BPCE Vie³⁶ en quote-part de 10% de l'encours de CNP commercialisé par le réseau BPCE ;

³⁵ CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

³⁶ Filiale à 100% d'assurance du Groupe BPCE.

- un traité de réassurance des affaires nouvelles conclu avec BPCE Vie (tranche 1) par lequel CNP réassure 40 % des garanties en euros des produits d'épargne retraite de BPCE Vie commercialisés par le réseau BPCE pendant les années 2016 à 2019. Ce traité a été réactivé pour les années 2020 à 2022 compte tenu du choc de comportement subi en 2020 ;
- un traité de réassurance des affaires nouvelles conclu avec BPCE Vie (tranche 2), activé en cas de choc de taux (ou de comportement), par lequel CNP réassure 90% des engagements techniques résultant des versements effectués sur des produits d'épargne retraite de BPCE Vie par des anciens clients de CNP. Le choc de comportement subi en 2020 a eu pour effet l'activation de la tranche 2 de ce traité ;
- une convention dite « Eurocroissance » prévoyant une indemnisation de CNP en cas de versement sur un produit Eurocroissance de BPCE Vie ;
- un partenariat entre CNP et les sociétés Banque Privée 1818 (devenue Natixis Wealth Management) et Sélection 1818 sur l'épargne haut de gamme ;
- une conservation de la gestion de portefeuilles de CNP et des prestations de services associées par la société Ostrum AM (anciennement Natixis Asset Management).

S'agissant des contrats d'assurance des emprunteurs distribués *via* le réseau BPCE, ils font l'objet :

- pour les contrats collectifs, d'une coassurance entre CNP, d'une part, et BPCE Vie et BPCE Prévoyance³⁷, d'autre part, à hauteur d'une répartition à proportion de 66%-34% jusqu'en 2019, puis de 50%-50% sur les générations subséquentes ;
- pour les contrats individuels souscrits entre le 1^{er} janvier 2020 et le 31 décembre 2030 pour le compte de BPCE Vie, d'une réassurance en quote-part par CNP, à hauteur de 34%.

Les contrats de prévoyance individuels et de santé sont distribués de manière préférentielle par le réseau BPCE.

La rémunération de BPCE au titre de l'accord de partenariat commercial s'effectue selon un partage des commissions sur flux, des commissions sur encours et des prélèvements sur produits financiers.

Au titre de cet accord de partenariat commercial, CNP a reconnu en 2021 une charge d'un montant de 959,2 M€³⁸.

LBP et BPCE souhaitent que CNP et BPCE initient les discussions relatées dans l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 6.5).

³⁷ Filiale à 100% d'assurance du Groupe BPCE.

³⁸ CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

2.2.2.2. Mandat de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières

CNP et Ostrum AM ont conclu le 28 décembre 2015³⁹ une convention relative à la gestion financière de portefeuilles d'actifs et de liquidités déposées sur un compte bancaire numéraire associé.

La rémunération d'Ostrum AM au titre de la gestion de ces portefeuilles de valeurs mobilières se compose :

- d'une commission forfaitaire annuelle par portefeuille ;
- d'une commission dépendante du montant de l'encours sous gestion et de la nature des titres en portefeuille.

Ce mandat a pris fin le 23 décembre 2021 ; une nouvelle convention, portant sur le même objet, a été conclue avec Ostrum AM à cette date.

Au titre de ce mandat de gestion de valeurs mobilières, CNP a reconnu en 2021 une charge d'un montant de 35,7 M€⁴⁰.

À la suite du rapprochement des activités taux et gestion assurantielle d'Ostrum AM et de LBPAM en octobre 2020, Ostrum AM s'est vu transférer le mandat de gestion (§ 2.2.1.3).

La prolongation des relations commerciales entre Ostrum AM et CNP aux conditions actuellement en vigueur constitue un accord connexe (§ 6.4).

2.2.2.3. Mandat de gestion de biens immobiliers

CNP et AEW Europe (« **AEW** ») ont conclu le 22 décembre 2017 des conventions de gestion de biens immobiliers et d'organismes professionnels de placement collectif immobilier, dans lesquelles AEW assure la gestion des biens et fournit des prestations de services sur la stratégie d'investissement et d'arbitrage des actifs.

La rémunération d'AEW se compose de commissions adossées aux biens immobiliers⁴¹ et aux véhicules d'investissement⁴².

Au titre de ce mandat de gestion de biens immobiliers, CNP a reconnu en 2021 une charge d'un montant de 107 K€⁴³.

La prolongation des relations contractuelles entre CNP et AEW aux conditions actuelles constitue un accord connexe (§ 6.4).

³⁹ Ce mandat a fait l'objet d'un avenant en 2020, portant sur la mise en conformité de la convention à la réglementation MIFID II.

⁴⁰ CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

⁴¹ Pourcentage de la valeur des biens acquis ou cédés, des loyers encaissés au titre de la gestion, du loyer économique au titre de la commercialisation et du montant des travaux réalisés.

⁴² Rémunération forfaitaire par véhicule d'investissement selon le nombre d'actifs immobiliers détenus et le nombre de clôtures comptables.

⁴³ CNP, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées au titre de l'exercice 2021.

2.2.3. Relations commerciales entre LBP et BPCE

2.2.3.1. Accords relatifs à Ostrum AM

Les accords en vigueur entre LBP et BPCE relatifs à Ostrum AM sont les suivants :

- un accord de distribution (le « **LBP Distribution Agreement** ») relatif à la commercialisation des OPC gérés en délégation par Ostrum AM *via* le réseau de LBP⁴⁴ ;
- un accord de prestations de services au profit de LBP relatif à la gestion financière et à la bascule des prestations de réception-transmission d'ordre ;
- un accord de prestations de service au profit de LBP relatif au programme de migration et d'intégration IT *front-to-back*⁴⁵ ;
- un accord de prestations de services ISR rendu par LBP au titre de la gestion des actifs et portefeuilles en conformité avec les normes ISR applicables dans la société⁴⁶ ;
- un accord de réversibilité informatique au profit de LBP.

2.2.3.2. Accords relatifs à AEW

Les accords en vigueur entre LBP et BPCE relatifs à AEW sont les suivants :

- un accord de distribution de parts de SCPI et d'actions d'OPCI *via* le réseau de LBP ;
- un accord de distribution de parts de SCPI et d'actions d'OPCI *via* le réseau de BPE⁴⁷ ;
- une convention de présentation de clientèle relative aux investisseurs institutionnels clients de LBP ;
- une convention de délégation de gestion financière du portefeuille de l'OPCI Immo Diversification par Tocqueville Finance.

2.3. Contexte et termes de l'Offre

2.3.1. Objectifs de l'Offre

Les motifs de l'Offre sont détaillés dans le Projet de Note d'Information dont certains extraits sont repris *infra*.

Le communiqué de LBP du 28 octobre 2021 précise que la mise en œuvre de la Cession de Bloc suivie de l'Offre constitue « *une nouvelle étape dans la constitution du grand pôle financier public annoncée par le Ministre de l'Économie et des Finances le 31 août 2018. [Ce projet] permettrait de consolider le pôle public de bancassurance en favorisant l'émergence d'un groupe simplifié et intégré, tout en préservant le modèle multi-partenarial et international qui fait le succès de CNP Assurances.* »

⁴⁴ L'échéance de cet accord est fixée à 2025, avec un renouvellement par tacite reconduction jusqu'en 2030.

⁴⁵ Cet accord est conclu pour une durée indéterminée.

⁴⁶ Cet accord est conclu pour la durée du pacte d'actionnaires avec Ostrum AM.

⁴⁷ Banque privée européenne, filiale de LBP.

Par ailleurs, « ce projet permettrait également d'accélérer l'adossement des activités d'assurance de CNP Assurances et La Banque Postale, en permettant à cette dernière de poursuivre les projets de transfert de ses activités d'assurance non vie⁴⁸ (LBP Prévoyance, LBP Assurance Santé, LBP Assurance IARD et LBP Conseil en Assurance) vers CNP Assurances, afin d'accélérer la stratégie actuelle de diversification de CNP Assurances et d'en faire l'assureur unique de La Banque Postale. L'opération envisagée a pour but de favoriser son développement sur son marché domestique comme à l'étranger et permettrait par ailleurs de simplifier la gouvernance de CNP Assurances. »

L'Initiateur n'attend pas de synergies du fait de l'Offre ; l'économie des coûts de cotation de l'Action dans l'hypothèse de la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris après la mise en œuvre du retrait obligatoire n'est pas significative⁴⁹ au regard du coût de l'Offre⁵⁰.

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

2.3.2. Prix de l'Offre

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire, au Prix de l'Offre de **21,90 €** par Action (**dividende attaché**⁵¹).

2.4. Périmètre de l'Offre

2.4.1. Actions visées par l'Offre

À la date du Projet de Note d'Information, l'Offre porte sur les 100.915.135⁵² Actions non encore détenues par l'Initiateur (§ 2.1.1) représentatives de 14,7% du capital de la Société.

2.4.2. Actions non visées par l'Offre

L'Offre ne porte pas sur les 374.074 Actions auto-détenues (§ 2.1.1).

2.5. Financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre y seraient apportées, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre s'élèverait à 2.210.041.457 €⁵³ (hors frais et commissions liés à l'Offre).

L'Offre sera financée par l'Initiateur sur ses ressources propres.

⁴⁸ Pour leur valeur de marché.

⁴⁹ CNP estime les coûts de cotation à environ 450 K€ par an.

⁵⁰ Projet de Note d'Information, § 1.2.6 « Synergies – Gains économiques », p. 14.

⁵¹ Le dividende proposé par CNP au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021 est de 1,0 € par Action.

⁵² Nombre d'Actions déterminé au 31 mars 2022 (§ 2.1.1) : 99.382.896 (public) + 1.532.239 (actionnariat salarié).

⁵³ 100.915.135 Actions x 21,90 €.

2.6. Retrait obligatoire et radiation des Actions⁵⁴

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, LBP a l'intention de demander à l'AMF, dans l'hypothèse où les conditions d'un retrait obligatoire seraient réunies, et dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre autres que les Actions détenues par l'Initiateur (§ 2.4.1) et les Actions auto-détenues, non apportées à l'Offre (§ 2.4.2), moyennant une indemnisation unitaire au Prix de l'Offre⁵⁵.

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement, indirectement ou de concert à cette date.

Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables⁵⁶.

2.7. Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes, relatifs pour certains aux relations commerciales entre CNP, LBP et BPCE, comprennent :

- la Cession de Bloc ;
- la Cession Ostrum ;
- la Cession AEW ;
- la Consolidation des Accords ;
- la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE.

⁵⁴ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Intentions en matière de retrait obligatoire », pp. 13-14.

⁵⁵ Ajusté le cas échéant conformément à la section 2.2 du Projet de Note d'Information.

⁵⁶ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Intentions en matière de retrait obligatoire », p. 14.

3. Présentation du Groupe

Le Groupe, ses marchés et ses performances historiques sont présentées ci-après (§ 3.1 à § 3.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement, que nous avons pris en compte dans nos travaux d'évaluation (§ 4).

3.1. Présentation de CNP

3.1.1. Historique du Groupe

Issu du regroupement en 1959 des caisses nationales d'assurance et de retraite de la Caisse des Dépôts⁵⁷, CNP est l'un des principaux groupes d'assurance de personnes en France, en Europe et au Brésil.

En France, les étapes marquantes de son développement ont été les suivantes :

- **1960** : lancement des premiers contrats d'assurance individuelle en SICAV ;
- **1988** : création de la société Écureuil Vie en partenariat avec la Caisse d'Épargne ;
- **1992** : la société tête du Groupe devient CNP Assurances, société anonyme régie par le Code des Assurances ;
- **1998** : admission des actions à la cotation sur le marché réglementé de la Bourse de Paris⁵⁸ et conclusion d'accords de distribution avec LBP et BPCE ;
- **2001** : création de Filassistance et lancement de l'offre dédiée aux services de proximité ;
- **2012** : création d'Assurance avec Swiss Life, holding de détention des sociétés Filassistance et Garantie Assistance, afin de fournir un service complet d'assistance aux personnes et à leurs biens ;
- **2016** : prise de participation au sein d'Arial Assurances⁵⁹, acteur de référence de l'épargne retraite, en partenariat avec AG2R La Mondiale ;
- **2020** : rapprochement avec LBP, qui devient actionnaire majoritaire à la suite de la réorganisation de l'actionnariat public, et entrée dans le pôle financier public piloté par la Caisse des Dépôts ;
- **2022** : acquisition auprès de CDC Habitat d'un portefeuille de plus de 7.600 logements.

⁵⁷ Caisse nationale de retraite pour la vieillesse, Caisse nationale d'assurances en cas d'accidents et Caisse nationale d'assurances en cas de décès.

⁵⁸ La bourse de Paris a fusionné avec les bourses d'Amsterdam et de Bruxelles en 2000 pour former Euronext.

⁵⁹ Renommée depuis Arial CNP Assurances.

À l'international, les étapes marquantes de son développement ont été les suivantes :

- **2001** : acquisition de la majorité du capital de Caixa Seguros⁶⁰, assureur brésilien de personnes et de biens, auprès de Caixa Econômica Federal et conclusion d'un accord de distribution exclusive ;
- **2005** : acquisition de la majorité du capital de Fineco Vita⁶¹, assureur italien spécialisé dans l'assurance de personnes, auprès de Capitalia⁶² et conclusion d'un accord de distribution exclusive ;
- **2008** : acquisition de la majorité du capital de Marfin Insurance Holdings⁶³, permettant d'étendre les activités à la Grèce et à Chypre ;
- **2013** : acquisitions de Previsul et de Tempo Dental, assureurs brésiliens spécialisés respectivement dans l'assurance de personnes et dans l'assurance en soins dentaires ;
- **2014** : acquisition de la majorité du capital des filiales d'assurance de Santander Consumer Finance, et conclusion d'un accord de distribution exclusif couvrant une dizaine de pays européens ;
- **2016** : lancement de Youse, première plateforme d'assurance 100% digitale au Brésil ;
- **2021** : acquisition des activités d'assurance vie d'Aviva en Italie⁶⁴ ;
- **2022** : annonce de l'entrée en négociations exclusives pour la cession de la filiale espagnole d'assurance vie CNP Partners à Mediterraneo Vida.

3.1.2. Activités du Groupe

L'activité principale d'une société d'assurance consiste à collecter des primes auprès de ses assurés en échange de la fourniture de prestations dont l'évènement déclencheur diffère en fonction de la nature du contrat souscrit, et correspond schématiquement à l'activation de clauses libératoires, à l'échéance contractuelle ou à la survenance du risque couvert.

La principale spécificité du modèle économique repose sur l'inversion du cycle de production, puisque le coût de revient est connu à long terme, postérieurement au versement des primes par les assurés. L'assureur fixe donc la prime d'assurance, en intégrant les coûts connus (frais nécessaires à la commercialisation et à la gestion du contrat), mais les sommes qu'il risque de devoir déboursier dans l'avenir au titre des garanties couvertes et de leurs caractéristiques ne sont pas connues.

⁶⁰ Renommée depuis Caixa Seguradora.

⁶¹ Renommée depuis CNP Unicredit Vita.

⁶² Capitalia a été rachetée par le Groupe Unicredit en 2007.

⁶³ Renommée depuis CNP Cyprus Insurance Holdings.

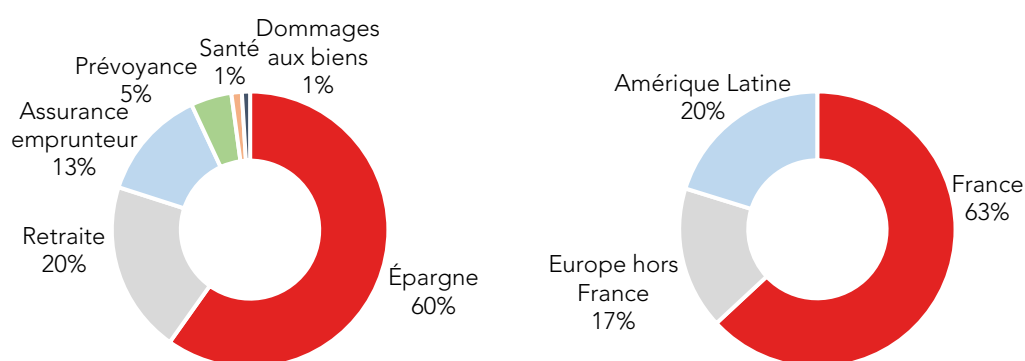
⁶⁴ 51% de la société d'assurance vie CNP Vita Assicura codétenue à 49% par UniCredit, 100% de la société d'assurance vie CNP Vita Assicurazione ainsi que de la société de services opérationnels CNP Vita S.c.a.r.l.

Les activités d'assureur, de coassureur et de réassureur du Groupe sont regroupées en deux segments opérationnels :

- L'« **Épargne/Retraite** » couvre les activités d'assurance vie épargne et de retraite complémentaire :
 - les produits proposés aux particuliers et aux entreprises sont, par exemple, des contrats en euros, des contrats multi-supports ou des plans d'épargne, qui permettent aux clients de se constituer ou de valoriser un capital, d'investir dans des dispositifs de retraite complémentaires, ou de préparer une transmission patrimoniale ;
 - le Groupe compte sur ce segment 11 millions d'assurés dans le monde, et occupe une position phare en France en tant que deuxième assureur vie⁶⁵ ;
 - activité historique du Groupe, l'Épargne/Retraite a généré plus de 80% du chiffre d'affaires consolidé de l'exercice 2021.
- La « **Prévoyance/Protection** », regroupant les activités de prévoyance, d'assurance emprunteur, d'assurance santé et de dommages aux biens :
 - la gamme de produits proposée aux particuliers et aux entreprises permet de garantir une prise en charge totale ou partielle du manque à gagner ou des frais engendrés lors de la survenance de certains aléas de la vie courante (décès, invalidité, perte d'autonomie, problèmes de santé, dégâts matériels...) ;
 - le Groupe, qui compte sur ce segment 36 millions d'assurés dans le monde, est *leader* de l'assurance emprunteur en France en 2021⁶⁶.

Bien qu'ayant étoffé son empreinte géographique au cours des vingt dernières années, avec notamment le succès de ses implantations au Brésil⁶⁷ et en Italie qui en font le 3^{ème} assureur brésilien et le 6^{ème} assureur européen⁶⁸, le Groupe reste tributaire de son maillage national, zone où a été généré près de 63% du chiffre d'affaires de l'exercice 2021.

Répartition du chiffre d'affaires par segment et par zone géographique en 2021



Source : CNP, Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2021.

⁶⁵ Source : [CNP Assurances, 2021](#).

⁶⁶ Source : CNP, Communiqué de presse, Résultats annuels 2021, p. 12.

⁶⁷ L'implantation du Groupe dans les autres pays d'Amérique Latine demeure accessoire.

⁶⁸ Source : CNP, DEU 2021, p. 20.

3.1.3. Importance du réseau de distribution

Un assureur utilise divers réseaux pour distribuer ses produits, tels que le réseau en propre, le digital, les banques et gestionnaires d'actifs, les courtiers ou les agents indépendants.

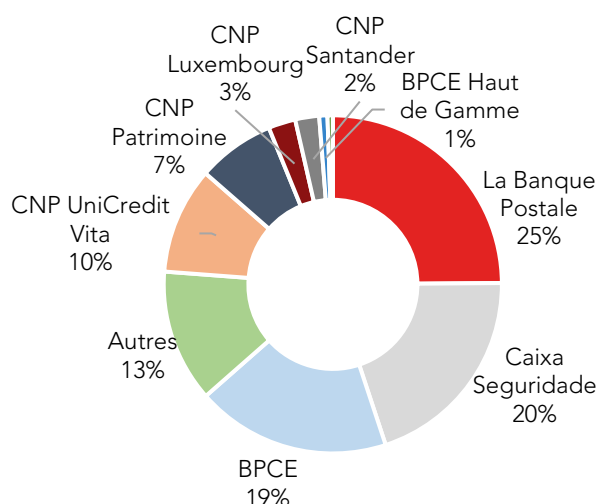
Pour relayer son offre auprès des particuliers et des entreprises, le Groupe s'appuie sur des accords de distribution et un réseau d'établissements partenaires composé d'acteurs bancaires et de l'économie sociale.

En France, les principaux partenaires de CNP sont ses actionnaires de référence, LBP et BPCE, avec lesquels le Groupe a conclu des accords de distribution (§ 2.2.1 et § 2.2.2).

Le Groupe dispose par ailleurs d'un réseau de 340 partenaires non exclusifs, comprenant des acteurs de l'épargne patrimoniale, du crédit en assurance emprunteur et de la protection sociale (institutions de prévoyance, mutuelles, associations et courtiers).

À l'international, la stratégie de distribution des produits du Groupe repose sur la création de *joint-ventures* avec des acteurs bancaires implantés localement, tels que Caixa Econômica Federal au Brésil, UniCredit en Italie et Santander Consumer Finance en Europe, qui font bénéficier le Groupe de leur réseau et de leur réputation.

Répartition du chiffre d'affaires par réseau de distribution d'origine en 2021



Source : CNP, Résultats annuels 2021.

La forte dépendance du Groupe à son réseau de distribution⁶⁹ est un facteur de risque opérationnel significatif pour CNP.

3.1.4. Les encours sous gestion

Le versement de primes par l'assuré oblige l'assureur à prendre en charge des prestations prévues au contrat d'assurance en cas de survenance du fait générateur de la garantie.

⁶⁹ En France, ses partenaires stratégiques sont à l'origine de plus de 85% du chiffre d'affaires.

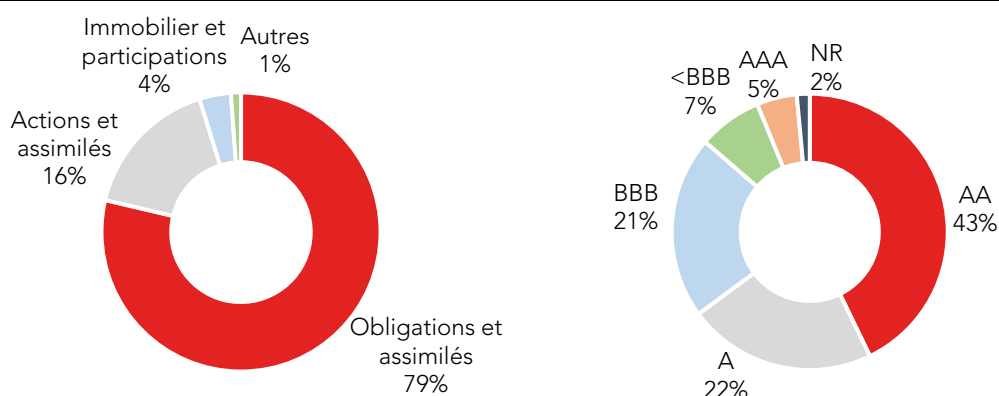
Afin de répondre à ses engagements tout en proposant des offres attractives auprès de sa clientèle, l'assureur va notamment placer l'ensemble des primes versées dans le but de générer un rendement financier ; la composition de son portefeuille et les modalités de sa gestion dépendent principalement de ses obligations contractuelles qui sous-tendent la politique globale de gestion du risque.

Au cas d'espèce, le Groupe distribue majoritairement des produits dont la finalité est le versement d'un capital. Certains contrats intègrent une garantie sur le montant du capital revalorisé annuellement à un taux minimum, ainsi qu'une clause de participation aux bénéfices.

En 2021, les contrats incluant une garantie en capital sans taux minimum de revalorisation annuelle représentaient près de 58%⁷⁰ des engagements de CNP auprès de ses assurés⁷¹.

La prépondérance de ce type de contrats dans son portefeuille d'assurance confère au Groupe une bonne prévisibilité de ses engagements futurs et de la redistribution des produits du portefeuille à ses assurés, mais le contraint également à adopter une gestion de placements prudente. Par conséquent, la majorité des investissements est effectuée dans des obligations peu risquées (notées principalement AA, A, et BBB). Dans sa politique de diversification visant à améliorer sa rentabilité, le Groupe investit également une fraction minoritaire de son encours dans des actions cotées et non cotées, ainsi que dans l'immobilier.

Répartition des encours de CNP et notation des obligations au 31 décembre 2021



Source : CNP, Résultats annuels 2021 et comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2021.

Bien que le rendement du portefeuille ait permis au Groupe de revaloriser ses engagements d'assurance épargne et retraite d'environ 0,91%⁷² en 2021, la baisse des taux d'intérêt lui fait courir un risque sur le niveau de rentabilité de ses liquidités.

Il convient également de souligner que la durée moyenne des actifs de son portefeuille est plus faible que celle des contrats afférents.

À terme, cette situation pourrait non seulement restreindre les possibilités de prélèvements des frais de gestion sur les encours lorsque le capital est garanti, mais également provoquer un rachat massif par les assurés de contrats à faible rendement, ce qui exposerait CNP à une baisse durable de sa marge et de son résultat.

⁷⁰ Source : CNP, Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2021, p. 130.

⁷¹ Source : CNP, Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2021, p. 66.

⁷² Source : CNP, Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2021, p. 66.

Pour répondre avec des offres attractives adaptées aux attentes des assurés, le Groupe souhaite augmenter la proportion des contrats libellés en unités de compte plus rémunérateurs ; ces derniers permettent d'investir l'épargne sur des supports variés dont la valeur libellée en parts est corrélée à celle des marchés financiers. Néanmoins, ces contrats ne bénéficient pas de la garantie des contrats traditionnels en euros, le risque de perte en capital étant transféré à l'assuré.

3.1.5. Contrainte de fonds propres réglementaires

Le Groupe est soumis à la réglementation prudentielle Solvabilité 2, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016, qui lui impose notamment de disposer d'un niveau minimum de fonds propres réglementaires ou *Solvency Capital Requirement* (« **SCR** »).

Le SCR correspond à la valeur à risque (« **Value-at-risk** » ou « **VAR** ») des fonds propres nécessaires à l'absorption d'un choc structurel avec un niveau de confiance de 99,5% à horizon annuel. Il représente ainsi le niveau de capital minimum que l'assureur doit posséder pour limiter la probabilité de « ruine » à moins de 0,5 % par an.

Le respect de cette obligation permet au Groupe d'être en mesure de respecter ses engagements vis-à-vis de ses assurés.

3.1.6. Plan stratégique

Afin d'optimiser sa diversification géographique⁷³ tout en réduisant la prépondérance des activités d'assurance Épargne et Retraite, le Groupe a mis en place un plan stratégique sur la période 2021-2030 (le « **Plan Stratégique** ») axé sur :

- la France, qui constitue un segment mature pour le Groupe où il est un acteur majeur ;
- le déploiement de ses offres dans de nouvelles zones géographiques, en s'appuyant sur ses partenaires existants⁷⁴, notamment en Europe et en Amérique Latine ; ces zones géographiques constituent des relais de croissance bénéficiant d'une marge comparativement plus élevée à produits équivalents ;
- la diversification des contrats d'assurance distribués dans le cadre de ses partenariats, en particulier sur le secteur non vie en France, pour devenir un « assureur complet⁷⁵ » ;
- l'augmentation de la part des supports d'investissement en unités de compte, pour accroître la rentabilité proposée aux assurés⁷⁶ ;

⁷³ Par l'extension de son positionnement dans des pays offrant des rendements supérieurs à la France.

⁷⁴ À l'image du partenariat de long terme avec Santander Consumer Finance (jusqu'en 2034) aux termes duquel la société commune CNPSI conçoit des offres Vie et Non Vie (principalement assurance Emprunteurs crédits conso automobile, mais également garanties GAP, extensions de garanties...) distribués majoritairement par le réseau de Santander Consumer Finance.

⁷⁵ La nouvelle offre en assurance emprunteur du réseau BPCE mise sur le marché en 2021 permettra au Groupe d'accroître son attractivité avec la possibilité de moduler les options et les garanties.

⁷⁶ La part des contrats d'assurance vie en unités de comptes, en termes de chiffre d'affaires, a augmenté de 27% en 2017 à 51% en 2021. Cette progression est également soutenue par les dernières transformations législatives, la Loi Pacte ayant ainsi permis aux assurés de faire évoluer la part d'unités de comptes de leurs contrats sans perte de l'antériorité fiscale associée.

- la poursuite des efforts de digitalisation et de développement de l'intelligence artificielle :
 - la transformation digitale bénéficie à l'ensemble de la chaîne de valeur du Groupe, en fluidifiant la relation avec les partenaires, l'expérience client, la souscription des contrats et le processus de gestion des sinistres ;
 - la digitalisation représente également une opportunité dans la rationalisation des coûts et la réduction de la dépendance au réseau de distributeurs.

3.2. Environnement et tendances des marchés du Groupe⁷⁷

L'activité du Groupe porte en majorité sur la commercialisation de produits d'assurance vie en France, en Europe et au Brésil (§ 3.1).

Après avoir présenté le marché de l'assurance (§ 3.2.1) nous nous focaliserons sur les caractéristiques et perspectives de l'assurance vie (§ 3.2.2) en décrivant les évolutions et spécificités de ce marché sur les zones géographiques sur lesquelles le Groupe opère (§ 3.2.2.1 et § 3.2.2.2).

3.2.1. Le marché de l'assurance

L'assurance est un contrat aléatoire par lequel un assureur s'engage envers les assurés à couvrir, en contrepartie du paiement d'une prime d'assurance, une catégorie de risques déterminés par le contrat.

Les contrats d'assurance se divisent en deux catégories : l'assurance vie et l'assurance non vie. Tandis que les produits d'assurance vie correspondent majoritairement à des produits d'épargne qui permettent aux assurés la constitution ou la transmission d'un capital, les produits d'assurance non vie correspondent à des solutions de couverture permettant de dédommager les assurés en cas de sinistre.

Les principaux intervenants du secteur sont les filiales de groupes bancaires et les groupes d'assurance. Les autres acteurs, de plus petite taille, sont des mutuelles, des institutions de prévoyance et nouvellement des *assurtech*⁷⁸.

Les produits d'assurance sont commercialisés par l'intermédiaire de réseaux de distribution qui peuvent être :

- des banques ;
- détenus en propre ;
- des agents et des courtiers ;
- digitaux.

⁷⁷ Source : Documentation sectorielle recensée en **Annexe 5**.

⁷⁸ Les *assurtech* s'associent avec des groupes d'assurance pour commercialiser les produits de ces derniers en marque blanche, tout en transférant le risque associé aux groupes d'assurance.

Chaque pays se caractérise par une segmentation et une dynamique du marché de l'assurance qui lui est propre en fonction :

- de la fiscalité et de la fréquence des sinistres qui influent sur l'attractivité et la gamme des produits ;
- de la réglementation qui encadre la dynamique de croissance des acteurs du secteur ;
- des conditions économiques et des habitudes de consommation ;
- de l'épargne disponible et de la politique monétaire ;
- de la démographie qui influe sur le potentiel de clients.

3.2.2. Le marché de l'assurance vie

Un contrat d'assurance vie est un contrat par lequel un assureur, en contrepartie d'une prime, verse une somme d'argent à un bénéficiaire lorsqu'un événement en lien avec la vie de l'assuré se produit.

Il existe trois principaux types de contrats d'assurance vie :

- le contrat d'assurance en cas de vie, où l'assureur s'engage à verser un capital ou une rente au souscripteur (ou à un bénéficiaire désigné) si celui-ci est toujours en vie au terme du contrat ;
- le contrat d'assurance en cas de décès, où l'assureur s'engage à verser un capital ou une rente aux bénéficiaires désignés par le souscripteur ;
- le contrat d'assurance mixte vie et décès, qui combine les garanties des deux précédents contrats.

Le marché de l'assurance vie comprend également les contrats de capitalisation⁷⁹.

Les produits d'assurance vie étant commercialisés en premier lieu par les réseaux de distribution bancaires, le secteur est dominé par les filiales des groupes de bancassurance qui bénéficient de la force commerciale de leur réseau.

Les principaux facteurs de risque du marché de l'assurance vie sont liés à la typologie des produits.

L'évolution de l'assurance vie dépend du contexte macroéconomique, de la situation des marchés financiers et de la réglementation :

- l'inflation génère un risque d'érosion du rendement des contrats en valeur réelle, voire de baisse du pouvoir d'achat futur lié à l'épargne constituée si celle-ci est durablement supérieure aux taux obligataires sur les marchés ; elle était relativement élevée au sein des pays de l'OCDE, à 6,6% en moyenne au cours de l'année 2021⁸⁰ ;

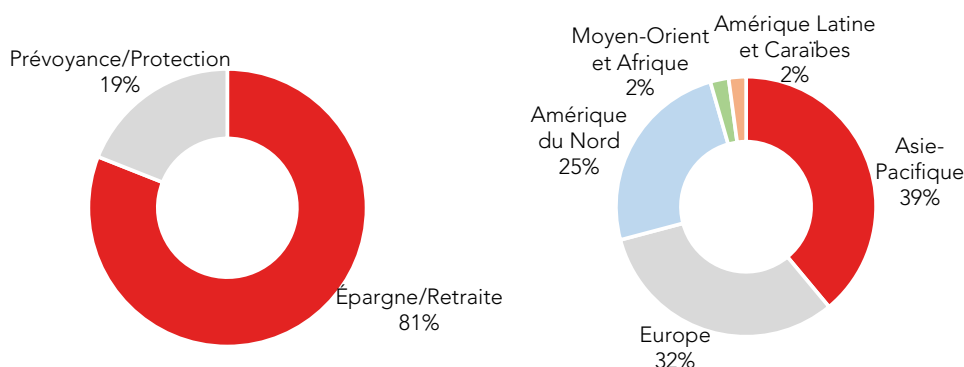
⁷⁹ Les contrats de capitalisation ne sont pas des contrats d'assurance à proprement parler en raison de l'absence d'aléa d'assurance lié à la survie ou au décès du souscripteur. Ils sont très similaires et réalisés sur les mêmes supports d'investissement que les contrats d'assurance vie.

⁸⁰ Source : *Consumer prices*, OCDE, 3 février 2022.

- les taux d'intérêt génèrent à long-terme un risque de réinvestissement des encours en portefeuille, qui peuvent entraîner des difficultés pour servir un rendement adéquat aux souscripteurs et maintenir un niveau satisfaisant de frais de gestion sur l'encours ;
- la réglementation prudentielle limite la capacité à conclure de nouveaux contrats en imposant aux assureurs de disposer d'un niveau de fonds propres liquides et mobilisables permettant de faire face à une éventuelle insuffisance d'actif liée à une dégradation des marchés financiers.

En 2020⁸¹, le marché mondial de l'assurance vie représentait un montant de primes de 2.797 Md\$ avec plus de 80% des contrats correspondant à des solutions d'épargne.

Répartition mondiale des primes de l'assurance vie par segment et par zone géographique - 2020



Source: Swiss Re sigma N° 3/2021.

D'ici 2023, les économistes anticipent une croissance annuelle de l'assurance vie au niveau mondial de 3% à 3,5%⁸² sous l'impulsion d'une hausse des taux, de l'augmentation des capacités d'épargne et de l'effet modéré de l'inflation à moyen-terme.

3.2.2.1. Le marché de l'assurance vie en France et en Europe

L'assurance vie en France, principal marché du Groupe, suit des évolutions similaires en volume d'affaires à celles observées au niveau européen.

i) Modes de distribution des produits d'assurance vie

Les produits d'assurance vie constituent historiquement le principal support d'investissement en France et en Europe, en raison de la familiarité des épargnants avec les produits disponibles sur le marché.

Confrontée à une pression concurrentielle⁸³, la distribution des produits d'assurance vie a beaucoup évolué au cours des vingt dernières années, en particulier sur le segment de la clientèle de particuliers. En dépit de la diversification des canaux de distribution, le flux d'activité des contrats d'assurance vie continue d'être majoritairement réalisé par les réseaux bancaires, qui en 2020⁸⁴ représentaient 62%⁸⁵ du volume d'affaires en France.

⁸¹ Les statistiques mondiales relatives à l'année 2021 ne sont pas encore disponibles.

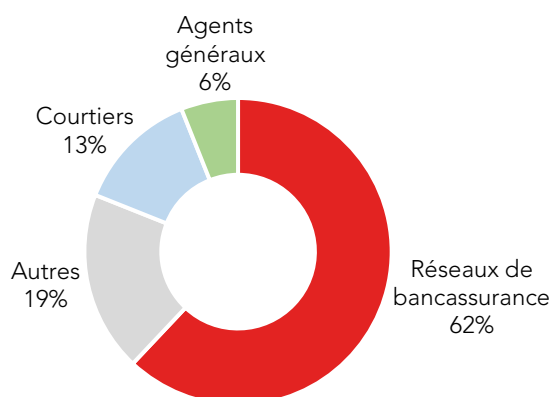
⁸² Source: Swiss Re sigma N° 5/2021.

⁸³ On dénombrait 596 organismes d'assurance agréés en France en 2020. Source : FFA, Données clés 2020.

⁸⁴ Les données de 2021 ne sont pas encore disponibles.

⁸⁵ Source : FFA, Données clés, 2020.

Distribution des contrats d'assurance vie en France en 2020



Source : FFA, Données clés, 2020.

Le dernier classement des assureurs vie en France⁸⁶ de 2021 est le suivant :

Classement 2021 des assureurs vie en France en fonction des encours des contrats d'assurance vie de 2020

France		
Assureurs	Encours en Md€	Contrats en € (%)
Crédit Agricole	249,9	77,0%
CNP Assurances	238,7	84,9%
BNP Paribas Cardif	110,3	68,0%
Société générale	104,6	72,0%
Crédit Mutuel	84,1	83,0%
Axa France	80,8	66,4%
Generali France	71,2	69,0%
Aviva France	68,5	72,4%
BPCE Vie	61,1	76,0%
Covéa	49,8	90,3%

Source : L'argus de l'assurance, Classement 2021 de l'assurance vie

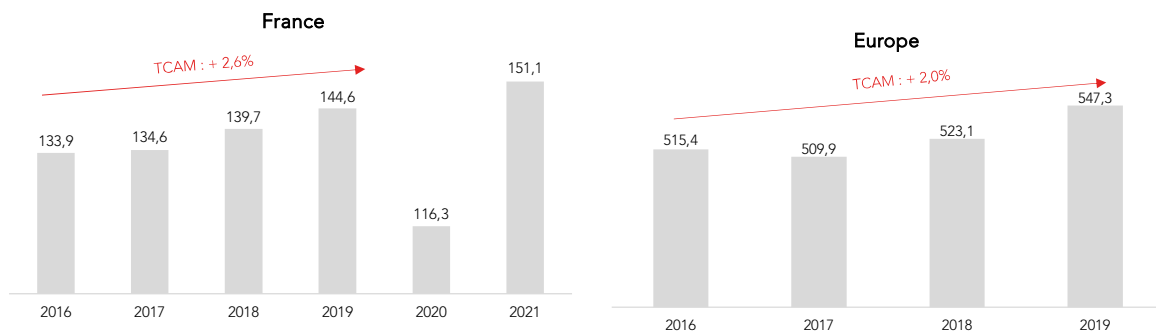
ii) Dynamique du marché de l'assurance vie en France et en Europe

Entre 2016 et 2019, le marché français de l'assurance vie a connu une croissance annuelle moyenne modérée de 2,6%, pour s'établir à 144,6 M€ en 2019.

Hors prise en compte du Royaume-Uni, qui a été exclu en raison de la déconsolidation de certaines données en 2019, le marché européen a connu une dynamique similaire, avec une évolution moyenne de 2,0% sur la période, pour s'établir à 547,3 M€ en 2019.

⁸⁶ Le classement est réalisé sur le segment de l'assurance vie « épargne individuelle », en euros et en unités de compte des organismes assureurs qui conçoivent et/ou produisent les contrats.

Évolution des primes d'assurance en France et en Europe⁸⁷ sur la période 2016 à 2021 (M€)



Sources : FFA, Données clés 2020, Insurance Europe Database March 2021, France Assureurs, Communiqué de presse du 3 février 2022

En 2020, le marché de l'assurance vie en France s'est contracté de -19,5% en raison :

- des différentes mesures conservatoires mises en place, dont la fermeture des points de vente physique ;
- de la dégradation des conditions économiques ;
- de la poursuite des taux bas.

Sur la période 2019 à 2020, les cotisations portant sur les contrats en unité de compte ont progressé de manière modérée (+1,0%)⁸⁸, tandis que celles portant sur les supports euro ont pâti de leur manque d'attractivité financière (-17,3%)⁸⁹, avec une décollecte nette sur le segment depuis plusieurs années.

Tandis que 2021 fait figure d'année de rattrapage en France avec une croissance de 30%⁹⁰, la France devrait profiter dans les prochaines années du positionnement des affaires nouvelles vers des supports en unités de compte, car elle accuse un retard sur ce type de support, en comparaison d'autres pays européens.

La croissance du marché de l'assurance vie, prévue à 2%⁹¹ pour les pays européens en 2022 et 2023, reste similaire à la croissance historique hors effets de la crise sanitaire.

Dans ce contexte, les assureurs vie ne pourront améliorer leur rentabilité qu'en rationalisant les coûts et en favorisant la consolidation du secteur⁹².

iii) Réglementation prudentielle

Bien que chaque pays dispose de son organisme prudentiel de surveillance, à l'instar de l'ACPR⁹³ en France, les acteurs européens du secteur de l'assurance sont uniformément soumis à la réglementation Solvabilité 2, qui codifie et harmonise leurs principales obligations en matière de solvabilité.

⁸⁷ Les données 2020 et 2021 ne sont pas disponibles pour l'Europe.

⁸⁸ Source : FFA, Données clés, 2020.

⁸⁹ Source : FFA, Données clés, 2020.

⁹⁰ Source : FFA, Données clés, 2020 et France Assureurs, communiqué de presse du 3 février 2022.

⁹¹ Source: Swiss Re sigma N° 5/2021.

⁹² L'acquisition du portefeuille d'Aviva en Italie s'inscrit dans cette stratégie (§ 3.1.1).

⁹³ Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

Cette réglementation concerne principalement le montant des fonds propres et des provisions techniques que les compagnies d'assurance européennes doivent détenir pour être en mesure de faire face à leur passif.

Si la réglementation vise à réduire le risque de non-indemnisation des sinistres survenus sur le portefeuille d'assurés et de perte en cas de survenance d'évènements imprévisibles ou irrésistibles, elle joue également un rôle auprès des autorités de surveillance et du public en :

- donnant les moyens d'alerter les autorités de surveillance, qui peuvent décider de mesures correctives lorsque les fonds propres réglementaires se situent à un niveau inférieur au seuil requis ;
- assurant la stabilité financière et la continuité d'exploitation des assureurs ;
- améliorant la confiance vis-à-vis des assureurs.

Solvabilité 2 repose sur trois piliers :

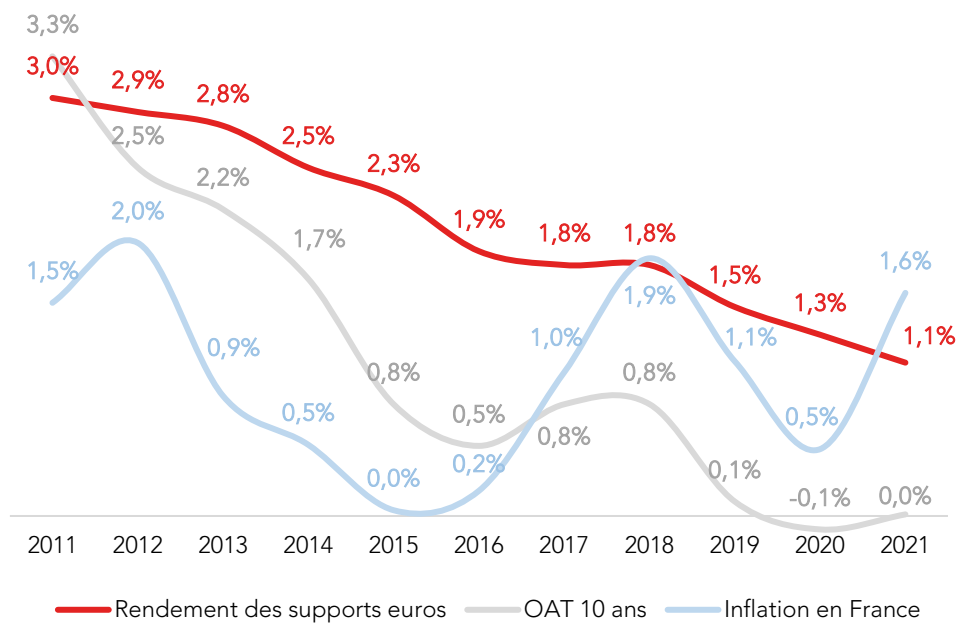
- le premier pilier, qui constitue le cœur de la norme, porte sur les exigences quantitatives de niveaux de fonds propres minimaux des assureurs (*Minimum Capital Requirement* (« **MCR** ») et le SCR ;
- le deuxième pilier énonce les exigences relatives à la gouvernance et à la gestion des risques des assureurs, ainsi qu'à leur supervision ;
- le troisième pilier se concentre sur les exigences de transparence.

iv) Sensibilité du secteur aux taux d'intérêt

Sur les dix dernières années, le rendement de l'assurance vie en supports euros a subi une pression continue en France, du fait de la baisse des taux d'intérêt.

En raison du décalage entre les taux spot observés et l'antériorité du portefeuille d'actifs assurantiels, ces rendements restent cependant supérieurs à ceux des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans).

Rendement des supports euros⁹⁴



Sources : Banque de France, FFA, France inflation, INSEE, Fact & Figures.

À terme, la persistance de taux d'intérêt négatifs ou inférieurs à l'inflation constitue pour les assureurs un risque de réinvestissement des nouvelles liquidités disponibles sur des actifs délivrant un rendement négatif, et provoque une perte d'épargne pour les souscripteurs en valeur réelle.

Pour faire face à la baisse de rendement du portefeuille sur les marchés financiers et au risque que constituerait leur durabilité, différentes actions visant à dynamiser les produits d'assurance vie ont été mises en place en France :

- une fiscalité avantageuse⁹⁵ ;
- des dispositifs patrimoniaux, avec le contrat Perp ou le contrat Madelin, ainsi que le Plan Épargne Retraite, à la fois pour les contrats individuels et pour les contrats collectifs⁹⁶ ;
- l'évolution de la part de contrats libellés en unités de compte, accélérée par les dispositions de la loi Pacte et de l'amendement « Fourgous »⁹⁷.

3.2.2.2. Le marché de l'assurance vie au Brésil

Le marché de l'assurance au Brésil est le plus important de l'Amérique Latine.

Il est majoritairement concentré sur l'assurance vie, dont proviennent 71%⁹⁸ des primes émises.

⁹⁴ Rendement net des frais de gestion et brut de prélèvements sociaux et fiscaux.

⁹⁵ Sur les contrats d'assurance vie, notamment avec la possibilité de s'acquitter uniquement des charges de CSG et CRDS pour les produits de placement correspondant à des versements plafonnés et dont la durée de détention est supérieure à huit ans.

⁹⁶ À fin septembre 2021, les Plans Épargne Retraite comptaient 4,3 millions d'assurés pour 48,5 Md€ d'encours. Source : France Assureurs, communiqué de presse, 3 février 2022.

⁹⁷ Depuis 2005, 30% des contrats d'assurance vie et de capitalisation en euros ont ainsi été transformés en contrats multisupports en unités de compte. Source : FFA, Données clés, 2020.

⁹⁸ Source : Conjuntura CNseg n°65, février 2022, SUSEP.

L'assurance vie au Brésil est centrée autour du VGBL⁹⁹ et du PGBL¹⁰⁰, deux produits destinés à l'épargne retraite des particuliers, qui à eux deux représentaient 70% des cotisations d'assurance vie en 2020¹⁰¹. Le solde portait sur des contrats de prévoyance/protection¹⁰².

Les produits d'assurance vie sont principalement distribués *via* les réseaux de bancassurance¹⁰³ en raison de la faible inclusion financière¹⁰⁴ du pays.

Les plans d'épargne brésiliens sont quasiment exclusivement libellés en unités de compte avec des portefeuilles orientés vers des actifs plus risqués exposés aux marchés financiers¹⁰⁵.

Le Brésil présente un potentiel de croissance en raison de sa faible pénétration, d'une anticipation de baisse du taux de chômage et de la rationalisation du marché avec l'essor du digital et de la robotique¹⁰⁶.

Les assureurs au Brésil sont contraints par une réglementation mise en place par la CNSP¹⁰⁷ et la SUSEP¹⁰⁸, deux organismes de tutelle dépendant du ministère des finances¹⁰⁹.

Le classement 2021 des assureurs, en termes de primes d'assurance vie émises en 2020, est majoritairement dominé par cinq acteurs tirant avantage de leur réseau de distribution bancaire :

Classement 2021 des assureurs vie au Brésil en fonction des primes de 2020

Brésil	
Compagnie d'assurance	Primes en MdR\$
Brasilprev	41,1
Bradesco	34,5
Caixa Seguros	29,7
Zurich-Santander	19,4
Itaú	12,9
Icatu	6,4
Banco do Brasil	5,7
Prudential	3,3
Porto Seguro	2,0
Mapfre	2,0

Sources : Sincor SP, Ranking das Seguradoras 2020, Ledouble

⁹⁹ Vida Gerador de Benefícios Livres.

¹⁰⁰ Plano Gerador de Benefícios Livres.

¹⁰¹ Source : Sincor SP, Ranking das Seguradoras 2020.

¹⁰² Notamment sur les segments de l'assurance-emprunteur (crédit immobilier et consommation), de la protection des salariés et de la capitalisation.

¹⁰³ Source: EY, 2020 Brazil Insurance Outlook.

¹⁰⁴ L'inclusion financière est l'ensemble des dispositifs mis en place pour lutter contre l'exclusion bancaire et financière.

¹⁰⁵ Le Brésil est également caractérisé par les fluctuations de son économie, le risque d'inflation et de dévaluation monétaire expliquant la nature des placements retenus par les épargnants.

¹⁰⁶ Source: EY, 2020 Brazil Insurance Outlook.

¹⁰⁷ Conselho Nacional de Seguros Privados.

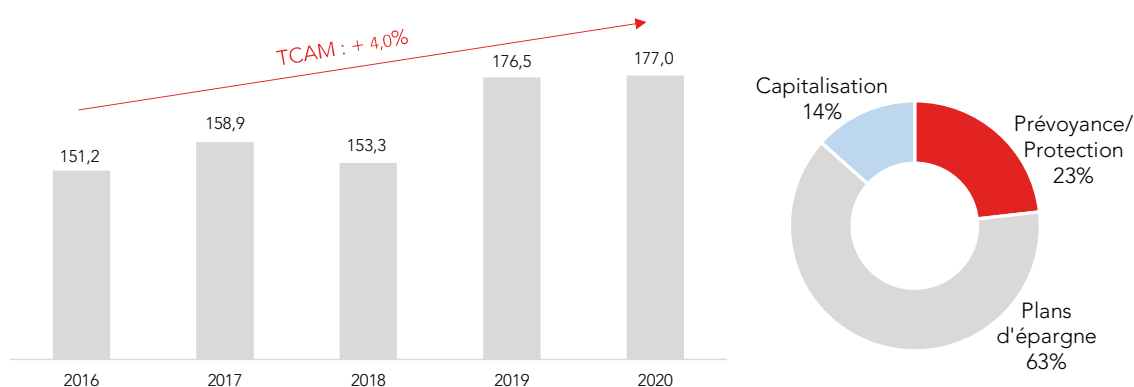
¹⁰⁸ Superintendência de Seguros Privados.

¹⁰⁹ La CNSP définit les orientations stratégiques et les politiques réglementaires assurantielles, ainsi que les caractéristiques générales des contrats d'assurance et de réassurance proposés dans le pays. La SUSEP supervise les activités des compagnies d'assurance et de réassurance, et contrôle notamment la correcte application des directives de la CNSP. La capacité novatrice des assureurs s'en trouve réduite, rendant impossible la création de contrats trop sophistiqués ou personnalisés qui ne respecteraient pas le cadre général contractuel mis en place par les organismes de tutelle.

Entre 2016 et 2020, le marché brésilien de l'assurance vie a connu une croissance annuelle moyenne de 4,0%, soutenue par :

- la stabilité économique ;
- la modernisation du réseau d'infrastructures ;
- l'augmentation du pouvoir d'achat ;
- la capacité d'épargne des ménages, avec l'émergence d'une nouvelle classe moyenne ;
- la structuration du secteur qui a encaissé 177,0 MdR\$ de primes en 2020.

***Évolution des primes d'assurance vie au Brésil de 2016 à 2020 (MdR\$)
et répartition par type de contrat en 2020***



Sources : Sincor SP, Ranking das Segurados 2017 à 2020, Conjuntura CNseg N°65, Février 2022

En 2020, le marché était stable (+0,3%) sous l'effet de la croissance des activités de prévoyance/protection (+4,9%) liées aux programmes gouvernementaux d'incitation à l'octroi de crédits, qui a compensé la légère baisse des plans d'épargne retraite (-1,6%) imputable à la crise sanitaire et à l'arrêt de la commercialisation par les réseaux bancaires sur le premier semestre.

L'année 2021 marque une reprise sous l'effet conjugué de la hausse de la demande en assurance protection à la suite de la crise sanitaire et de la baisse du taux de chômage.

La croissance du marché est attendue entre 4% et 5%¹¹⁰ en Amérique Latine pour 2022 et 2023, en recul par rapport à 2021 en raison de la résurgence de problématiques économiques structurelles et du resserrement des politiques fiscale et monétaire.

¹¹⁰ Source: Swiss Re sigma N° 5/2021.

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

CNP établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international. Dans le cadre de ses activités, la Société est soumise à la réglementation prudentielle Solvabilité 2 adoptée par l'Union européenne (§ 3.1.5 et § 3.2.2.1.iii).

Les performances du Groupe de 2017 à 2021 (§ 3.3.1), détaillées par zone géographique (§ 3.3.2), ainsi que sa structure bilancielle (§ 3.3.3) et prudentielle (§ 3.3.4) sont présentées ci-après.

3.3.1. Performance et rentabilité historiques du Groupe

Les principaux agrégats concourant à la formation du résultat net consolidé depuis 2017 sont les suivants.

Compte de résultat

En M€	déc.-17 12m	déc.-18 12m	déc.-19 12m	déc.-20 12m	déc.-21 12m
Encours moyens nets de réassurance	310 068	313 036	320 792	326 038	341 662
Chiffre d'affaires	32 127	32 367	33 496	26 956	31 668
% variation		1%	3%	(20%)	17%
Épargne/Retraite	24 713	25 731	26 761	20 680	25 333
% variation		4%	4%	(23%)	23%
Prévoyance	7 415	6 635	6 736	6 276	6 335
% variation		(11%)	2%	(7%)	1%
Produit Net d'Assurance	3 048	3 113	3 220	2 953	3 127
Revenus du compte propre	779	733	747	770	840
Revenus totaux	3 827	3 846	3 967	3 723	3 967
% variation		0%	3%	(6%)	7%
Frais de gestion	(938)	(922)	(926)	(845)	(872)
Résultat Brut d'Exploitation	2 889	2 924	3 041	2 878	3 095
% Revenus totaux	75%	76%	77%	77%	78%
Charges de financement	(247)	(248)	(251)	(252)	(227)
Mises en équivalence nettes	7	11	13	12	45
Intérêts minoritaires	(336)	(515)	(559)	(443)	(480)
Résultat Courant - Part du Groupe*		2 171	2 244	2 195	2 432
% Revenus totaux		56%	57%	59%	61%
Impôts sur les résultats**	(1 001)	(677)	(694)	(624)	(622)
Effet juste valeur et plus et moins-values nettes	200	89	482	23	(33)
Éléments non courants	(227)	(216)	(620)	(245)	(225)
Résultat net - Part du Groupe	1 285	1 367	1 412	1 350	1 552
% Revenus totaux	34%	36%	36%	36%	39%

*Le Groupe publie un Résultat Courant - part du Groupe depuis 2019, avec proforma 2018.

**L'impôt sur les résultats de 2017 comprend également la quote-part attribuable au résultat des minoritaires.

(Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021)

3.3.1.1. Chiffre d'affaires¹¹¹

De 2017 à 2019, le chiffre d'affaires :

- du segment Épargne/Retraite est passé de 24,7 Md€ à 26,8 Md€¹¹² (CAGR de 4,1%), avec une dynamique de collecte nette positive sur les contrats en unité de compte supérieure à la décollecte sur les contrats en fonds euros ;
- du segment Prévoyance/Protection a baissé de 7,4 Md€ à 6,7 Md€ (CAGR de -4,7%), en raison principalement de l'impact négatif de la révision des accords commerciaux sur l'assurance emprunteur et du durcissement des conditions d'octroi de prêts bancaires en 2018.

La baisse d'environ 20% du chiffre d'affaires en 2020 est liée à la fermeture des points de vente sur le premier semestre en raison de la crise sanitaire, que la reprise du second semestre n'a pas suffi à compenser. L'activité Épargne/Retraite (-22,7%) a été moins résiliente à la conjoncture macroéconomique que l'activité Prévoyance/Protection (-6,8%).

L'exercice 2021 marque une progression du chiffre d'affaires de 17,5% principalement tirée par le segment Épargne/Retraite, qui croît de près de 22,5%, pour se rapprocher des niveaux observés en 2018. La croissance de la Prévoyance/Protection est plus limitée à 0,9%.

3.3.1.2. Revenus totaux

Les revenus totaux du Groupe comprennent le Produit Net d'Assurance (« PNA ») et les revenus du compte propre :

- le PNA correspond à la marge générée par les contrats d'assurance avant prise en compte des frais de gestion. Il se compose de prélèvements sur l'encours d'assurance vie, d'une quote-part des résultats techniques, et du résultat des opérations de réassurance ;
- les revenus du compte propre sont les revenus financiers générés par les investissements adossant les capitaux propres et les dettes subordonnées, nets des amortissements des accords de distribution et des valeurs des portefeuilles de contrats.

Sur la période 2017 à 2019 :

- la croissance des revenus totaux est induite principalement par celle du PNA, avec :
 - une évolution de l'encours et une amélioration du mix de contrats en unité de compte sur le segment Épargne/Retraite ;
 - un effet volume couplé à la diminution de la sinistralité sur le segment Prévoyance/Protection ;
 - des effets de taux de change et l'évolution d'un taux commissionnement pour un partenaire en particulier¹¹³ ;

¹¹¹ Le chiffre d'affaires est constitué principalement des primes acquises, le solde étant composé des chargements sur primes des contrats selon la norme IAS 39.

¹¹² Après prise en compte des transferts Fourgous (§ 3.2.2.1) et Eurocroissance (§ 2.2.2.1).

¹¹³ CNP Unicredit Vita.

- les revenus des placements propres se sont contractés en 2018, du fait principalement de la dégradation des produits d'investissements au Brésil suite à la baisse du taux bancaire SELIC.

En 2020, les revenus totaux ont enregistré une baisse en raison :

- de l'effet de taux de change défavorable sur le PNA ;
- de l'impact de la baisse des rendements obligataires et de la suppression de certaines distributions de dividendes provenant de participations du Groupe ;
- d'un effet base défavorable suite à la réalisation d'importantes plus-values sur le marché actions en 2019.

En 2021, les revenus totaux du Groupe ont rejoint leur niveau de 2019 à près de 4 Md€.

3.3.1.3. Passage des revenus totaux au Résultat net part du Groupe

Le passage des revenus totaux au Résultat Net Part du Groupe (« **RNPG** ») intègre :

- les frais de gestion administratifs¹¹⁴ et de sinistres (entre 20% et 25% des revenus totaux annuels) ;
- les charges de financement (de l'ordre de 230 M€ à 250 M€ par an)¹¹⁵ ;
- les intérêts minoritaires, soit la quote-part du résultat avant impôt¹¹⁶ des filiales dont le Groupe ne détient pas les droits économiques ;
- l'impôt sur les résultats de l'ordre de 30%¹¹⁷ du résultat courant part du Groupe, excepté en 2021 où le taux a été réduit à 25% ;
- l'effet *fair value* / juste valeur reflétant l'impact de la variation des marchés financiers ;
- les éléments non courants¹¹⁸.

3.3.1.4. Évolution du RNPG et du ROE

En raison de l'évolution mesurée des revenus totaux et du caractère semi-variable des charges opérationnelles du Groupe, le RNPG est peu volatile ; il a oscillé entre 1,3 Md€ et 1,6 Md€ sur la période 2017 à 2021.

Cette stagnation, couplée à l'évolution de l'actif net comptable IFRS résultant essentiellement de l'affectation en report à nouveau d'une partie du résultat, a permis au Groupe de délivrer une rentabilité des capitaux propres (« *Return on Equity* » ou « **ROE** ») de l'ordre de 8% sur les cinq dernières années.

¹¹⁴ Un programme de rationalisation de la base récurrente de ces coûts a été mis en place, avec la digitalisation d'une partie du modèle économique.

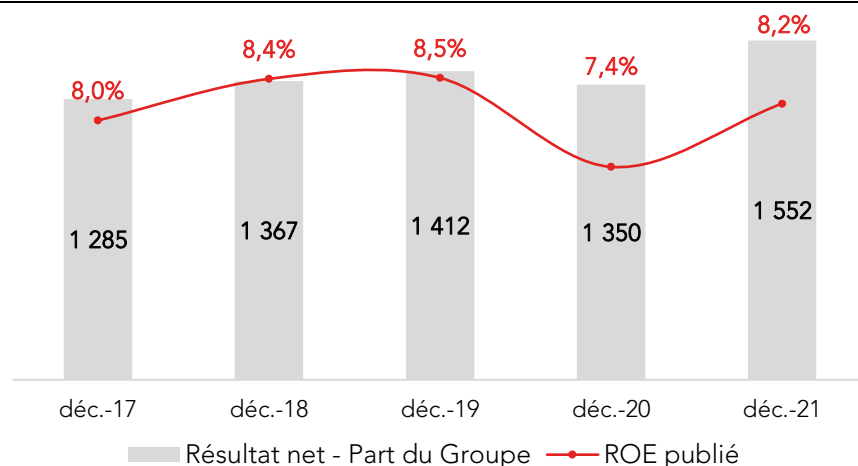
¹¹⁵ En lien avec le niveau des dettes subordonnées souscrites par le Groupe et le taux de financement associé.

¹¹⁶ Cette quote-part est présentée après impôt dans le compte de résultat de l'année 2017.

¹¹⁷ L'impôt sur les résultats en 2017 comprend également celui attribuable au résultat revenant aux minoritaires.

¹¹⁸ Les éléments non courants correspondent en grande partie à la dotation aux provisions pour excédents qui permet de lisser les produits financiers réalisés afin de bénéficier de réserves distribuables ultérieurement aux assurés.

Évolution du RNPG (M€) et du ROE (%)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021.

3.3.1.5. Distribution historique de dividendes

La politique de dividendes du Groupe est axée sur la distribution de l'ordre de 45% du résultat net¹¹⁹ :

Dividende ordinaire par Action

En €	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	déc.-21
Dividende ordinaire	0,84	0,89	0,94	0,77	1,00
Résultat net par action	1,80	1,92	1,99	1,91	2,20
Pay-out	47%	46%	47%	40%	46%

Sources : CNP, Comptes consolidés 2017-2021

3.3.2. Performance et rentabilité historiques par zone géographique

La performance et la rentabilité de la France sont présentées ci-après distinctement de celles des autres pays européens, regroupés sous la zone Europe.

Les trajectoires par zone géographique sont les suivantes :

- au niveau des revenus totaux :

Revenus totaux par zone géographique de 2017 à 2021

En M€	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	déc.-21
France	2 388	2 514	2 519	2 512	2 786
% total	62,4%	65,4%	63,5%	67,5%	70,2%
Europe	249	232	279	321	357
% total	6,5%	6,0%	7,0%	8,6%	9,0%
Amérique Latine	1 190	1 100	1 169	889	825
% total	31,1%	28,6%	29,5%	23,9%	20,8%
Total	3 827	3 846	3 967	3 723	3 967

Sources : CNP, Présentations des résultats annuels 2017 à 2021

¹¹⁹ Nous précisons que ce tableau prend en compte les versements de dividendes ordinaires proposés par le Conseil d'Administration ; il est présenté hors effet de l'annulation du dividende en 2020 au titre de l'exercice 2019 en raison de la crise sanitaire, et du dividende extraordinaire proposé en 2021 au titre de l'exercice 2020 en compensation.

➤ au niveau du RNPG :

RNPG par zone géographique de 2017 à 2021

En M€	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	déc.-21
France	935	1 115	1 116	999	1 289
% total	72,8%	81,6%	79,0%	74,0%	83,1%
Europe	53	11	42	77	132
% total	4,1%	0,8%	3,0%	5,7%	8,5%
Amérique Latine	297	241	254	275	131
% total	23,1%	17,6%	18,0%	20,4%	8,4%
Total	1 285	1 367	1 412	1 350	1 552

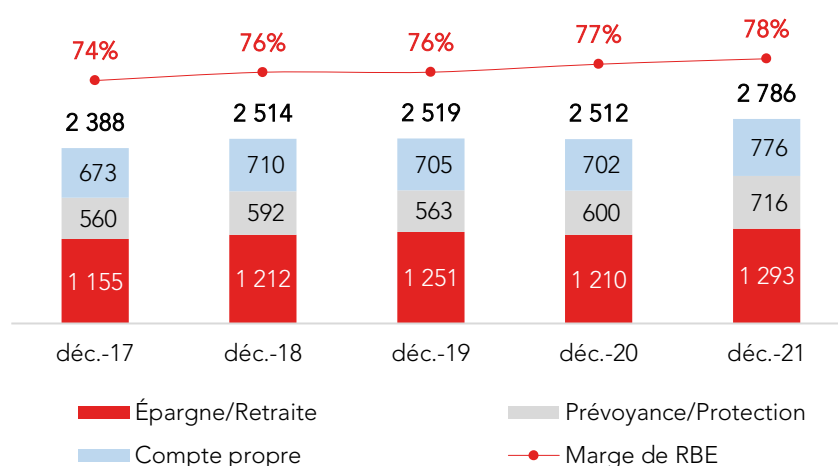
Sources : CNP, Comptes consolidés 2017 à 2021

À compter de 2021, à la suite d'un changement de définition des agrégats, le résultat brut d'exploitation (« RBE ») annuel 2021 intègre désormais les plus-values sur les actifs disponibles à la vente (AFS) et exclut les amortissements des actifs incorporels.

3.3.2.1. France

i) Revenus totaux et taux de marge de résultat brut d'exploitation

Évolution des revenus (M€) et du taux de marge de résultat brut d'exploitation (%)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021

L'évolution modérée des revenus entre 2017 et 2019 provient de :

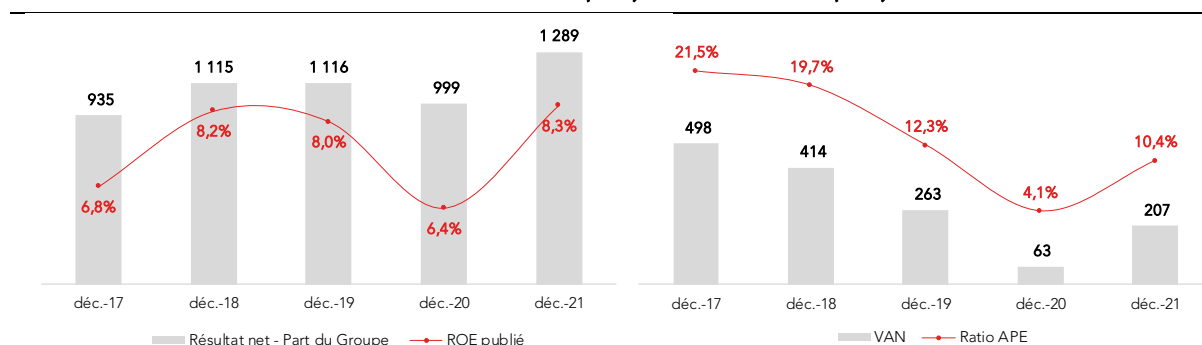
- l'amélioration du mix fonds euro/UC en encours sur le segment Épargne/Retraite ;
- la diminution du taux de sinistralité en 2018 et l'augmentation de la sélectivité des nouveaux contrats d'assurance en 2019 sur le segment Prévoyance/Protection.

En 2020, la baisse des revenus est due à l'érosion des produits du compte propre, avec un environnement de taux bas pesant sur les rendements obligataires, à la baisse des dividendes perçus dans le contexte de crise sanitaire, et à un effet base défavorable avec la réalisation de plus-values d'actions en 2019.

La rationalisation des coûts, notamment grâce à la digitalisation, a permis de stabiliser le taux de RBE autour de 76% pour atteindre 78% sur l'exercice 2021.

ii) RNPG et affaires nouvelles

Évolution du RNPG (M€) et de la VAN (M€)¹²⁰



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021

Le RNPG a bénéficié de la baisse de l'impôt sur les sociétés liée au non-renouvellement de la surtaxe exceptionnelle de 2017 et à la suppression de la taxe sur les dividendes en vigueur depuis 2018.

Le ROE s'établit à 8,3% en 2021.

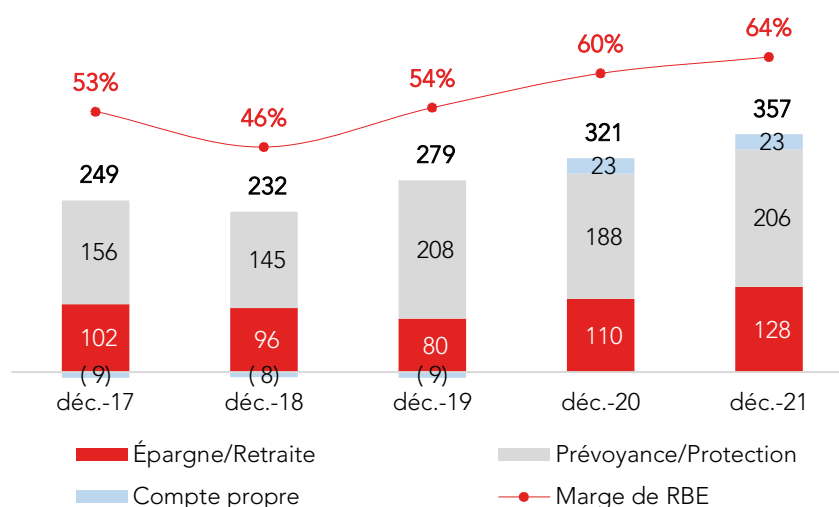
La Valeur des Affaires Nouvelles (« VAN »), qui représente la valeur actualisée des profits futurs estimés des contrats d'assurance souscrits sur la période, minorée des coûts associés¹²¹, s'est contractée entre 2017 et 2020, passant de 498 M€ à 63 M€, en raison de l'impact négatif des accords commerciaux sur l'assurance emprunteur en 2018, de la baisse continue des taux, et du recul de la collecte subie en 2020.

Bien qu'en croissance sur l'exercice 2021, la VAN reste à un niveau historiquement bas de (207 M€).

3.3.2.2. Autres pays d'Europe

i) Revenus totaux et taux de marge de résultat brut d'exploitation

Évolution des revenus (M€) et du taux de marge de résultat brut d'exploitation (%)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021

¹²⁰ Le ratio APE correspond à la rentabilité future estimée des contrats d'assurance souscrits sur la période.

¹²¹ Valeur temps des options et garanties financières, friction du capital et risques non répliquables.

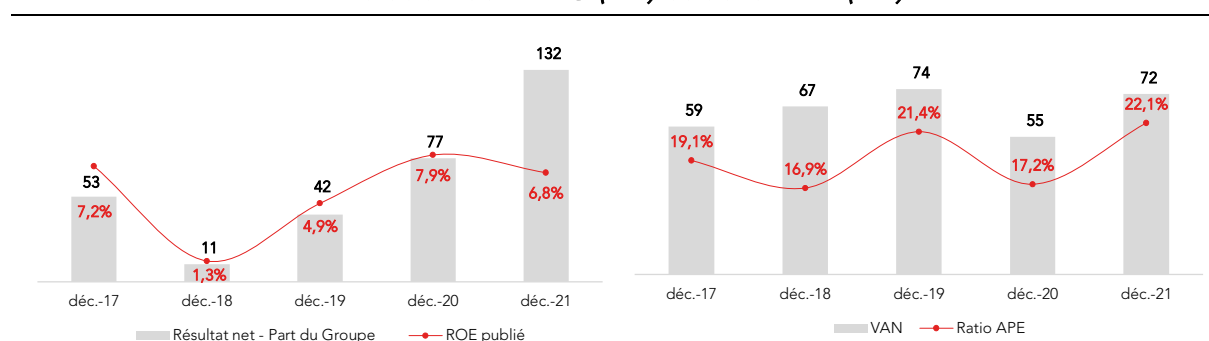
Tandis que la mise en place de commissions supplémentaires dans le cadre des nouveaux accords a pesé sur les revenus des deux segments du Groupe en Europe entre 2017 et 2019, le segment Prévoyance/Protection a profité de la croissance soutenue du volume d'affaires sur cette période.

En 2020, la fin de la première tranche de commissions prévue dans le cadre des accords conclus avec les partenaires et l'amélioration du mix fonds euro/UC en encours sur le segment Épargne/Retraite ont permis de compenser la baisse d'activité sur le segment Prévoyance/Protection en lien avec le ralentissement de l'octroi de crédits.

Les frais de gestion enregistrés étant relativement fixes, le taux de marge de résultat brut d'exploitation a subi la contraction des revenus en 2018¹²² avant de profiter de la dynamique de la zone Europe pour augmenter de manière continue et atteindre 64% en 2021.

ii) RNPG et affaires nouvelles

Évolution du RNPG (M€) et de la VAN (M€)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021.

La zone Europe étant proche de son point mort en termes de rentabilité, son RNPG est plus sensible à la variation du volume d'affaires et des conditions de rétribution des partenaires, expliquant la forte volatilité du ROE.

L'amélioration de la VAN entre 2017 et 2019 s'explique par la hausse de la collecte sur le segment Épargne en 2018 et la hausse de la rentabilité du segment Prévoyance/Protection en 2019.

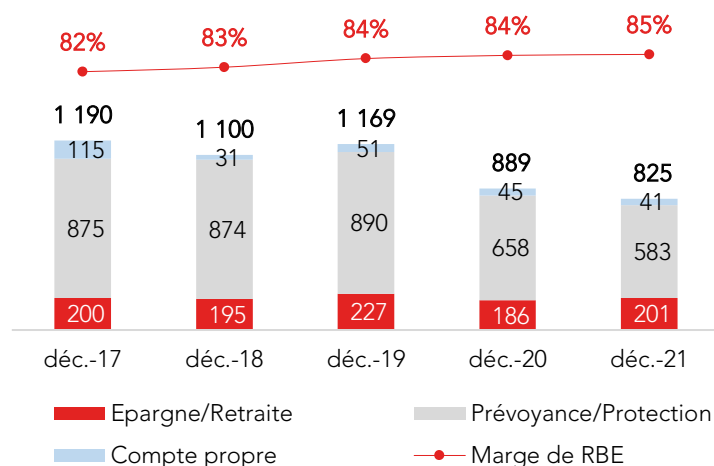
En 2020, l'Europe a subi, au même titre que la France, les effets de la baisse continue des taux, qui a pesé sur les profits futurs du segment Épargne/Retraite. L'exercice 2021 marque une progression à 72 M€, proche du niveau le plus haut en 2019 (74 M€).

¹²² Ce taux de marge est passé de 53% à 46%.

3.3.2.3. Amérique Latine

i) Revenus totaux et taux de marge de résultat brut d'exploitation

Évolution des revenus (M€) et du taux de marge de résultat brut d'exploitation (%)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021.

La fluctuation des revenus entre 2017 et 2019 provient de :

- la croissance organique des encours sur le segment Épargne/Retraite ;
- l'augmentation du crédit à la consommation couplée à la diminution de la sinistralité sur le segment Prévoyance/Protection.

Ces évolutions favorables sont partiellement absorbées par (i) la diminution des produits du compte propre en lien avec la baisse du taux bancaire SELIC et (ii) l'impact négatif de la variation du taux de change sur la période.

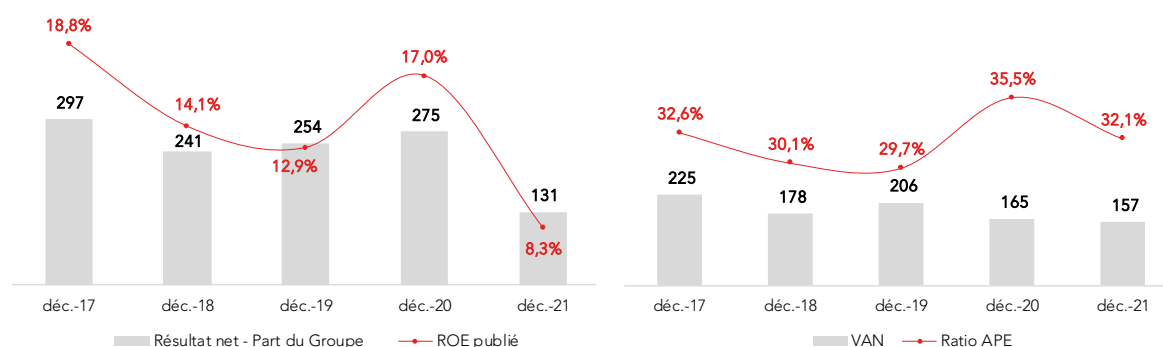
En 2020, les revenus ont baissé en raison de l'importante dépréciation du real brésilien face à l'euro malgré une légère amélioration du volume d'affaires.

Hors effet de taux de change, les frais de gestion ont bénéficié de la mise en place d'un programme de réduction de coûts, notamment sur les achats.

Le taux de RBE ressort en légère progression sur la période, de 83% en 2018 à 85% en 2021.

ii) RNPG et affaires nouvelles

Évolution du RNPG (M€) et de la VAN (M€)



Sources : CNP, Comptes consolidés et présentations des résultats 2017-2021.

Le ROE a fortement diminué depuis 2017 en lien avec l'évolution du RNPG.

La VAN s'est dégradée en 2018 sous l'effet de l'augmentation de la quote-part économique revenant au partenaire¹²³ et de l'impact défavorable du taux de change, puis a profité de la croissance de la collecte et de la dynamique d'octroi de crédit en 2019.

En 2020, l'amélioration du taux de marge sur les contrats emprunteurs n'a pas suffi à pallier la dépréciation du real brésilien. En 2021, l'impact des nouveaux accords, conclus avec les partenaires, avec la fin des affaires nouvelles sur l'assurance du crédit hypothécaire et l'impact de la dépréciation du real, ont été fortement atténués par la hausse des volumes en retraite.

3.3.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit.

Bilan simplifié

M€	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	déc.-21
Écarts d'acquisition	273	254	230	189	190
Autres immobilisations incorporelles	526	478	443	3 449	3 856
Placements des activités d'assurance	387 088	380 061	403 800	404 847	443 440
Placements des autres activités	9	8	6	4	2
Sociétés mises en équivalence	66	517	488	527	948
Part des cessionnaires et rétrocessionnaires	22 735	21 556	21 410	21 083	21 045
Autres actifs	11 370	11 364	12 182	10 709	11 718
Trésorerie	1 231	1 287	1 808	1 734	1 803
Total actif	423 298	415 524	440 366	442 540	483 002
Capitaux propres - Part du Groupe	18 257	17 781	19 393	20 680	21 134
Intérêts minoritaires	1 766	1 740	1 795	3 319	3 629
Passifs relatifs aux contrats	365 204	357 598	378 313	377 098	411 541
Provisions pour risques et charges	210	174	325	287	298
Dettes de financement	5 300	5 342	6 386	6 824	6 943
Autres passifs	32 561	32 889	34 155	34 332	39 458
Total passif	423 298	415 524	440 366	442 540	483 002

Source : CNP, rapports financiers annuels.

Nous détaillons, ci-après, les postes du bilan plus spécifiquement liés, directement ou indirectement, à l'Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action (§ 4).

3.3.3.1. Écarts d'acquisition

Au 31 décembre 2021, les écarts d'acquisition, qui s'élèvent à 190 M€, se répartissent sur les sociétés Caixa Seguros (101 M€), CNP Santander Insurance (54 M€) et CNP Cyprus Insurance Holdings (35 M€)¹²⁴.

Ils font l'objet d'un test de dépréciation annuel sur chacune des Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT »)¹²⁵, en accord avec la norme IAS 36 « Dépréciation d'actifs ».

¹²³ Groupe Caixa Seguros.

¹²⁴ L'écart d'acquisition sur CNP Unicredit Vita a été totalement déprécié.

¹²⁵ Chaque société acquise correspond à une UGT.

3.3.3.2. Autres Immobilisations incorporelles

Au 31 décembre 2021, les autres immobilisations incorporelles, d'un montant de 3.856 M€, correspondent essentiellement à la valeur des accords de distribution¹²⁶ conclus dans le cadre de partenariats (3.204 M€¹²⁷).

Pour mémoire, le renouvellement de l'accord avec Caixa Econômica Federal au Brésil a entraîné la comptabilisation d'un actif incorporel à hauteur de 3.045 M€ au 31 décembre 2020.

3.3.3.3. Placements des activités d'assurance

Au 31 décembre 2021, les placements des activités d'assurance s'élèvent à 443.440 M€, soit plus de 90% des actifs du Groupe.

Ils sont essentiellement composés de deux catégories d'actifs :

- les titres disponibles à la vente pour un montant de 326.409 M€¹²⁸ ;
- les titres de transactions pour un montant de 108.607 M€¹²⁹.

Ces titres sont facilement cessibles car négociés principalement sur un marché liquide ; ils sont valorisés par référence à leur dernière cotation.

Le reliquat des placements des activités d'assurance se rapporte aux prêts et avances (4.160 M€), aux immeubles de placement (2.723 M€), aux instruments dérivés (1.468 M€) et aux titres conservés jusqu'à échéance (74 M€).

3.3.3.4. Sociétés mises en équivalence

Au 31 décembre 2021, les participations dans les entreprises mises en équivalence, d'un montant de 948 M€, correspondent principalement aux participations dans des sociétés françaises : Arial CNP Assurances (40%), Assuristance (66%), Filassistance International (66%), Ecureuil Vie Développement (49%) et Holding d'Infrastructures Gazières (53%).

3.3.3.5. Part des cessionnaires et rétrocessionnaires

Le risque du portefeuille d'assurance est mis en parallèle avec les actifs financiers de couverture. Le dispositif de réassurance permet au Groupe d'optimiser la gestion globale de son risque et l'adéquation entre l'actif et le passif.

¹²⁶ Le montant comptabilisé pour chaque accord représente la valeur des flux futurs attendus des nouvelles affaires au moment où il est conclu, et est amorti sur sa durée.

¹²⁷ Ramené à 1.309 M€ en quote-part Groupe.

¹²⁸ Il s'agit des actifs financiers que CNP n'a pas l'intention de céder, mais qui peuvent faire l'objet d'une transaction afin de pourvoir aux besoins de liquidité du Groupe. Leur variation de juste valeur est comptabilisée en capitaux propres après prise en compte des droits des assurés et de la fiscalité en vigueur, tandis que les éventuelles dépréciations constatées sur le portefeuille sont enregistrées en compte de résultat.

¹²⁹ Ces titres comprennent en premier lieu les actifs financiers en représentation des contrats en unités de compte, mais également les actifs financiers acquis à des fins de plus-value de cession et/ou des actifs financiers dont la variation en juste valeur est comptabilisée en résultat conformément à la norme IFRS 9 « Instruments financiers ». Cette variation de juste valeur comptabilisée en résultat s'entend après prise en compte des droits des assurés et de la fiscalité en vigueur.

La part des cessionnaires et rétrocessionnaires dans les provisions techniques et passifs financiers correspond aux contrats d'assurance et financiers cédés à des réassureurs et pour lesquels ces derniers deviennent débiteurs des passifs et obligations associés. Le Groupe a ainsi réassuré une partie de ses contrats, à concurrence de 21.045 M€ au 31 décembre 2021¹³⁰.

Le détail des passifs relatifs aux contrats est détaillé ci-après (§ 3.3.3.9).

3.3.3.6. Autres actifs

Les autres actifs, qui s'élèvent à 11.718 M€ au 31 décembre 2021, sont répartis entre :

- des créances opérationnelles auprès de l'État, d'organismes sociaux, de collectivités publiques ou de débiteurs divers (5.359 M€) ;
- des créances nées des opérations d'assurance ou de réassurance, principalement des primes acquises mais non encore facturées (2.641 M€) ;
- des actifs d'exploitation à long terme (2.311 M€) ;
- des créances d'impôts exigibles (590 M€) ;
- des immeubles d'exploitation et autres immobilisations corporelles (518 M€) ;
- des impôts différés actifs (301 M€).

3.3.3.7. Capitaux propres part du Groupe

Au 31 décembre 2021, les capitaux propres part du Groupe, d'un montant de 21.134 M€, incluent 1.881 M€ de titres subordonnés.

3.3.3.8. Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires, d'un montant de 3.629 M€ au 31 décembre 2021, se rattachent notamment aux filiales étrangères en partenariat avec des banques locales¹³¹.

3.3.3.9. Passifs relatifs aux contrats

Les passifs relatifs aux contrats, d'un montant de 411.541 M€ au 31 décembre 2021, correspondent aux engagements du Groupe vis-à-vis de ses assurés, bruts de réassurance.

En application de la norme IFRS 4 « Contrats d'assurance », les contrats du Groupe sont classés en deux catégories suivant le niveau de risque d'assurance :

- risque significatif : contrats de prévoyance, retraite, dommages aux biens, épargne en unités de compte avec garantie plancher, qui se répartissent entre les contrats d'assurance vie (260.990 M€) et non vie (7.946 M€) ;
- risque non significatif : contrats en euros, multi-supports et en unités de compte dont la principale variable est financière, qui se répartissent entre les contrats financiers incluant une clause de participation aux bénéfices discrétionnaires (107.290 M€) et ceux n'en incluant pas (3.715 M€).

¹³⁰ Quasiment exclusivement au titre des contrats d'assurance vie (17.063 M€) et des contrats financiers avec clause discrétionnaire de participation aux bénéfices (3.195 M€).

¹³¹ Caixa Seguros, CNP Unicredit Vita et CNP Santander Insurance.

Les passifs relatifs aux contrats comportent également une participation aux bénéfices différée passive, représentant la quote-part des plus ou moins-values latentes du portefeuille de placements revenant aux assurés (31.600 M€).

3.3.3.10. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges, d'un montant de 298 M€ au 31 décembre 2021, incluent principalement des provisions pour litiges (151 M€).

3.3.3.11. Dettes de financement

Les dettes de financement du Groupe, d'un montant de 6.943 M€ au 31 décembre 2021, se ventilent comme suit :

- dettes subordonnées remboursables *in fine* (6.142 M€¹³²) ;
- dettes subordonnées perpétuelles (801 M€).

3.3.3.12. Autres passifs

Au 31 décembre 2021, les autres passifs, d'un montant de 39.458 M€, comprennent principalement diverses dettes :

- dettes d'exploitation représentées par des titres¹³³ (18.807 M€) ;
- dettes nées des opérations d'assurance ou de réassurance (12.958 M€) ;
- dettes opérationnelles¹³⁴ (4.147 M€) ;
- instruments dérivés passifs (1.705 M€) ;
- impôts différés passifs (848 M€).

3.3.4. Structure prudentielle

Au titre de son activité, le Groupe est soumis à la réglementation prudentielle Solvabilité 2, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016, lui imposant notamment de disposer d'un niveau minimum de fonds propres réglementaires ou SCR (§ 3.1.5).

Les assureurs publient le ratio de couverture du SCR, qui compare le niveau de fonds propres éligibles à la couverture (« **FP SCR** ») et le niveau de fonds propres réglementaires.

¹³² Dont 1.200 M€ à maturité entre 1 et 5 ans, 1.250 M€ à maturité entre 5 et 10 ans et 3.692 M€ à maturité supérieure à 15 ans.

¹³³ Mis en pension à titre de garantie ou prêtés afin d'optimiser le rendement du portefeuille, et dont le Groupe conserve les risques et avantages attachés.

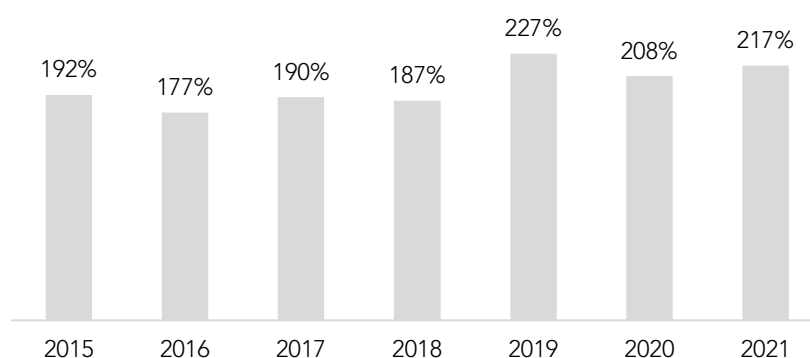
¹³⁴ Auprès de l'État, d'organismes sociaux, de collectivités publiques ou de débiteurs divers.

Le FP SCR est composé des éléments suivants :

- la réserve de réconciliation, le capital social et les primes d'émission ;
- une partie de la provision pour participation aux excédents (« PPE »)¹³⁵ ;
- les *cash-flow* futurs du portefeuille de contrats existants ou *Value-In-Force* (« VIF ») ;
- des passifs subordonnés.

Le ratio FP SCR du Groupe ressort entre 2019 et 2021 autour de 215%, à un niveau qui lui permet d'accroître son volume d'affaires sans risquer de mettre en péril la continuité de l'activité¹³⁶.

Ratio de couverture FP SCR de 2015 à 2021



Sources : CNP, Rapports SFCR 2015 à 2020, Résultats annuels 2021, Annexes, p. 23.

Au 31 décembre 2021, le Groupe disposait d'un excédent de fonds propres de 21,1 Md€ (y compris une PPE de 12,7 Md€), soit la différence entre les fonds propres éligibles (39,1 Md€) et le niveau de fonds propres réglementaires (18,0 Md€).

¹³⁵ Conformément aux modalités de calcul prudentiel de l'ACPR, à la suite de l'arrêté ministériel relatif aux fonds excédentaires en assurance vie, paru au Journal Officiel du 28 décembre 2019.

¹³⁶ L'augmentation du ratio de couverture FP SCR en 2019 est liée à l'intégration de la PPE au niveau des fonds propres éligibles à la couverture, à la suite de l'arrêté ministériel relatif aux fonds excédentaires en assurance vie.

3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT, présentée ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
– Position de leader sur ses principaux marchés, avec une forte implantation territoriale en France et au Brésil – Mise en place d'un modèle multipartenarial et conclusion d'accords de distribution exclusive avec les principaux partenaires – Mise en place de <i>joint-ventures</i> au Brésil et en Europe, permettant d'associer les partenaires aux bénéfices des sociétés – Robustesse des fonds propres réglementaires permettant une marge de manoeuvre plus importante sur le développement des activités du Groupe – Prévisibilité importante des engagements envers les assurés – Disponibilité d'excédents permettant de bonifier les revalorisations annuelles des contrats d'assurance vie	– Forte concentration de l'activité en France, qui représente environ 83% du RNPG du Groupe – Importance des contrats bénéficiant d'une garantie en capital dans le portefeuille d'assurance vie – Faible part des contrats libellés en unités de compte dans le portefeuille d'assurance vie – Activités d'assurance non vie marginales, ce qui expose davantage le Groupe à la conjoncture économique – Faiblesse du réseau en propre conduisant à une dépendance au réseau de partenaires
Opportunités	Menaces
– Digitalisation de l'activité permettant de diminuer les coûts et de diversifier les canaux de distribution – Potentiel de diversification lié à l'intégration des filiales d'assurance non vie de LBP – Relais de croissance important à l'international, en particulier au Brésil – Possibilité de rationaliser la structure en Europe en atteignant une taille critique, avec l'acquisition des activités d'assurance vie d'Aviva en Italie – Développement des contrats libellés en unités de compte dans le portefeuille d'assurance vie – Potentiel de développement sur le marché français grâce au réseau de partenaires	– Augmentation de l'inflation en France et dans la zone euro – Pérennisation des taux d'intérêt à un niveau bas entraînant une difficulté de réinvestissement des actifs financiers – Baisse continue des rendements sur le portefeuille d'actifs pouvant entraîner des difficultés de prélèvement des frais de gestion – Sensibilité importante des activités d'assurance vie aux conditions macroéconomiques – Augmentation de la sinistralité sur les activités non vie en cas de continuité de la crise sanitaire – Révision des conditions financières lors de renégociations contractuelles avec des partenaires – Évolution défavorable de la clientèle du réseau de partenaires

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- la référence au prix payé par l'Initiateur dans le cadre de la Cession de Bloc et l'Acquisition hors Marché (§ 4.4) ;
- les méthodes d'évaluation qui nous sont apparues les plus pertinentes pour apprécier l'Équité (§ 4.5) ;
- la valeur de la participation CNP dans les livres de LBP¹³⁷ et BPCE¹³⁸ (§ 4.6).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre (§ 4.7).

4.1. Données structurant l'évaluation de l'Action

4.1.1. Référentiel comptable

CNP établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

4.1.2. Paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés de l'exercice 2021, qui sont les derniers états financiers disponibles à ce jour, servent de données financières historiques pour l'Évaluation Multicritère.

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du **26 octobre 2021** (la « **Date de Référence** »), dernière date de cotation avant l'annonce de l'Offre (§ 4.3).

Nous avons également examiné le cours *spot* au 22 octobre 2021 correspondant au dernier cours précédant des rumeurs sur l'Offre¹³⁹.

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché au 31 mars 2022.

¹³⁷ Au 31 décembre 2021.

¹³⁸ Préalablement à la Cession de Bloc.

¹³⁹ Publication par Betaville d'une note en date du 25 octobre 2021.

4.1.3. Nombre d'Actions

Le nombre d'Actions en circulation au 31 mars 2022 minoré du nombre d'Actions auto-détenues à cette même date s'établit à 686.244.403 Actions (§ 2.1.1).

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable (l'« **ANC** ») consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur comptable de ses actifs minorée de celle de ses passifs, soit les capitaux propres part du Groupe ou *Book Value* (« **BV** »).

4.2.1.1. Limites de l'ANC

Dans l'appréciation de la valeur revenant aux actionnaires de CNP, cet agrégat comptable présente des limites :

- il intègre des actifs incorporels dont la valeur nette comptable n'est pas représentative de leur valeur vénale, parmi lesquels :
 - les écarts d'acquisition positifs enregistrés au bilan qui sont comptabilisés à leur coût historique, diminué des pertes de valeurs constatées depuis l'acquisition ;
 - la valeur de portefeuilles externes acquis représentant leur juste valeur à la date d'acquisition puis amortis au cours du temps ;
- il tient compte des titres subordonnés pour lesquels les clauses contractuelles ne prévoient aucune obligation de rembourser le nominal ou de verser une rémunération ; ces instruments financiers, comptabilisés en capitaux propres en IFRS, n'appartiennent pas aux actionnaires ;
- il s'appuie sur une répartition, en normes IFRS, des plus-values latentes sur les actifs financiers entre les actionnaires et les assurés, établie selon des clés spécifiques qui ne reflètent pas systématiquement la part revenant aux actionnaires¹⁴⁰ ;
- une fraction de l'ANC doit être bloquée par l'assureur au titre de son activité et ne peut être distribuée aux actionnaires (le « **Capital Requis** ») ;
- il ne tient pas compte des *cash-flow* futurs du portefeuille de contrats existants ou VIF ni des perspectives futures d'activité de la Société.

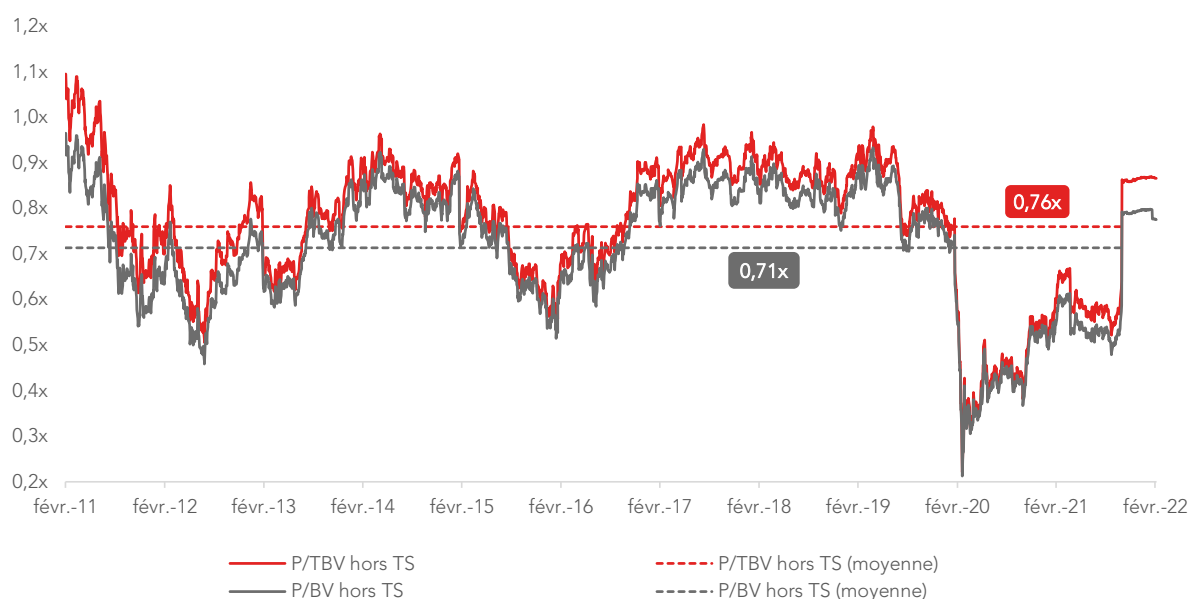
¹⁴⁰ Source : CNP, Rapport sur l'Embedded Value 2021, p. 29.

4.2.1.2. Lien entre le cours de l'Action et les agrégats comptables

Sur la période de février 2011¹⁴¹ au 26 octobre 2021, le cours de l'Action affiche une décote moyenne de l'ordre de :

- 30% par rapport à la BV retraitée des titres subordonnés (« TS ») classés en capitaux propres (« BV hors TS ») ;
- 25% par rapport à l'ANC tangible (« TBV ») correspondant à la BV hors TS déduction faite de la quote-part Groupe des actifs incorporels (« TBV hors TS »).

Analyse historique des multiples de P^{142}/BV hors TS et P/TBV hors TS¹⁴³



Sources : Capital IQ, CNP.

Nous comprenons que cette décote s'explique notamment par l'existence du Capital Requis¹⁴⁴.

¹⁴¹ Période qui débute postérieurement à la division par 4 de la valeur nominale de l'action CNP réalisée le lundi 5 juillet 2010 à la clôture de la séance de bourse, et effective le mardi 6 juillet 2010 au matin. À cette date, le nombre de titres détenus par les actionnaires a été multiplié par 4, tandis que le cours de bourse a été divisé dans les mêmes proportions.

¹⁴² Price ou cours.

¹⁴³ Les cours de bourse journaliers sont comparés aux BV et TBV par Action déterminées à partir des derniers comptes consolidés annuels connus.

¹⁴⁴ Quote-part des agrégats comptables BV hors TS et TBV hors TS, non disponible pour les actionnaires.

4.2.2. Market-Consistent Embedded Value

La *Market-Consistent Embedded Value* (« **MCEV** ») publiée annuellement par la Société¹⁴⁵ mesure la valeur économique des activités d'assurance de personnes et des activités liées, sur la base d'une évaluation en juste valeur des actifs et des passifs, menée dans un univers « risque neutre ».

À ce titre, la Société considère que la MCEV ne constitue pas « *une évaluation de la valeur du Groupe ou d'une partie du Groupe telle qu'elle pourrait être établie dans le cadre d'une transaction ; d'autres méthodes d'évaluation pourraient alors être utilisées* »¹⁴⁶.

4.2.2.1. Constitution de la MCEV

La MCEV se compose de l'actif net réévalué (« **ANR** »), soit la valeur de marché des actifs n'étant pas en représentation des engagements d'assurance, qui se répartit entre :

- le niveau de capitaux propres que le Groupe se fixe pour assurer son fonctionnement, soit le Capital Requis ; pour les besoins de la détermination de la MCEV, celui-ci s'établit à un niveau théorique :
 - pour les pays européens, de 110% du besoin de marge de solvabilité réglementaire selon la norme Solvabilité 2, net de toutes autres sources de financement¹⁴⁷ ;
 - pour l'Amérique Latine, de 110% du besoin de marge de solvabilité selon la norme locale ;
- l'excédent de fonds propres (« **Free Surplus** »)¹⁴⁸ qui peut être librement utilisé par CNP pour (i) financer des projets de croissance externe et de développement par la commercialisation d'affaires nouvelles ou (ii) distribuer des dividendes.

La MCEV intègre également la VIF, soit la quote-part revenant aux actionnaires de la valeur actuelle des profits futurs nets d'impôt générés par les contrats en portefeuille, diminuée des coûts associés¹⁴⁹.

¹⁴⁵ Les assureurs européens, notamment les Comparables Boursiers (§ 4.5.2), ont tendance à ne plus retenir la MCEV depuis la mise en œuvre de la directive Solvabilité 2 et l'obligation de calculer des fonds propres éligibles à la couverture du SCR.

¹⁴⁶ Source : CNP, Rapport sur l'Embedded Value 2021, p. 4.

¹⁴⁷ Telles que les titres subordonnés et les profits futurs des affaires en stock valorisés dans un univers Solvabilité 2.

¹⁴⁸ Le *Free Surplus* est net d'intérêts minoritaires.

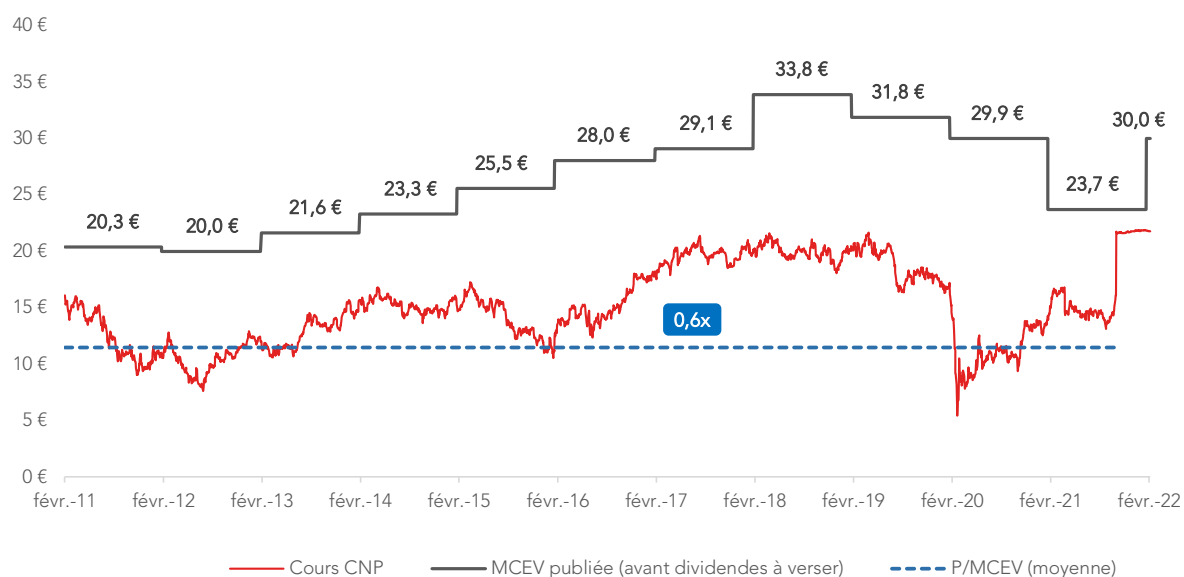
¹⁴⁹ Soit :

- la Valeur Temps des Options et Garanties Financières (« **TOVG** ») ;
- le coût de frottement fiscal ainsi que les frais financiers liés à l'immobilisation du capital (« **Coût Frictionnel du Capital Requis** » ou « **FCRC** ») ;
- le coût résiduel de certains risques (« **Coût Résiduel des Risques Non-Couvrables** » ou « **CRNI-IR** ») tels que les risques de défaut des contreparties et les risques opérationnels.

4.2.2.2. Lien entre le cours de l'Action et la MCEV

Sur la période de février 2011 au 26 octobre 2021, le cours de la Société est en retrait en moyenne de l'ordre de **40%** par rapport à sa MCEV¹⁵⁰.

Comparaison du cours CNP avec la MCEV



Source : Rapports sur l'Embedded Value, cours CNP.

4.2.3. Fonds propres éligibles à la couverture du SCR

Une valorisation analogique fondée sur l'application de multiples de fonds propres éligibles à la couverture du SCR observés sur un échantillon d'assureurs comparables a été écartée en raison des spécificités réglementaires propres à chaque pays, limitant par conséquent la comparabilité entre les assureurs localisés dans différents pays.

4.2.4. Somme des parties

Une évaluation en somme des parties aurait consisté à agréger la valeur des différentes activités du Groupe, en tenant compte de la structure prudentielle allouée à chacune d'elles, minorée des éléments non affectables aux activités, tels que les frais de structure.

¹⁵⁰ La MCEV reflète uniquement une évaluation actuarielle de la Société.

Cette méthode a été écartée en l'absence de répartition par segment opérationnel de la trajectoire prévisionnelle de la structure prudentielle.

4.3. Références boursières

La valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1 et § 4.3.2) et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.3).

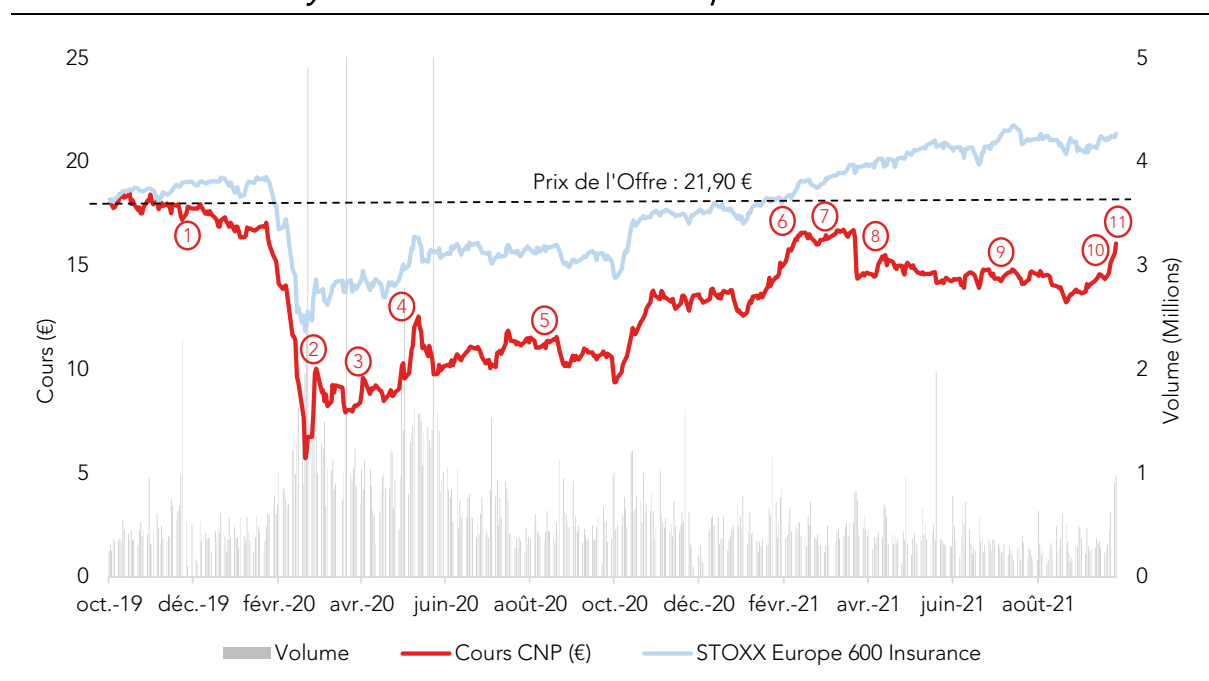
Pour information, l'Initiateur n'a pas réalisé de transaction sur le capital de la Société au cours des 18 derniers mois, à l'exception de la Cession de Bloc et de l'Acquisition hors Marché.

4.3.1. Historique du cours de bourse

Les Actions sont cotées sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris¹⁵¹ depuis le 6 octobre 1998.

Sur les deux dernières années précédant l'annonce de l'Offre, l'évolution du cours de l'Action comparée à celle du *Stoxx Europe 600 Insurance*¹⁵² a été la suivante :

Analyse du cours de bourse sur la période 2019 à 2021



Source : Bloomberg

Durant cette période, le cours de bourse de l'Action a été marqué par une baisse de 12%. Plusieurs phases s'en dégagent :

- jusqu'en mars 2020, une baisse continue, qui a été suivie d'une chute du cours avec le déclenchement de la crise sanitaire liée au Covid-19 ;
- d'avril 2020 à mi-février 2021, une remontée progressive du cours de l'Action, en ligne avec celle de son marché de référence ;

¹⁵¹ Sous le code ISIN FR0000120222, mnémonique « CNP ».

¹⁵² Rebasé sur le cours de l'Action.

- à compter de mi-février 2021, le cours a progressé à la suite de la publication des résultats annuels, avant une baisse consécutive au détachement du dividende ;
- à partir de septembre 2021, la remontée du cours a été continue jusqu'à la suspension de la cotation en amont de l'annonce de l'Offre.

Les principaux événements intervenus au sein du Groupe en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'Action pendant cette période d'observation sont recensés ci-après :

Évènements marquants

N°	Date	Commentaires
①	19-déc.-19	Accords portant notamment sur l'extension des accords commerciaux entre BPCE, LBP et CNP.
②	19-mars-20	Mise en place d'un dispositif de crise dans le cadre de la pandémie de COVID-19.
③	17-avr.-20	Annonce d'un potentiel versement de dividendes lors de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires.
④	15-mai-20	Publication des résultats trimestriels : baisse du chiffre d'affaires de 17% et du résultat net part du Groupe de 8,2%.
⑤	3-août-20	Publication du rapport semestriel : baisse du chiffre d'affaires de 32% et du résultat net part du Groupe de 8,5%.
⑥	17-févr.-21	Publication des résultats annuels : baisse du chiffre d'affaires de 17,3% et du résultat net part du Groupe de 4,4%.
⑦	4-mars-21	Annonce de l'acquisition des activités d'assurance vie du groupe Aviva en Italie.
⑧	21-avr.-21	Détachement du dividende.
⑨	28-juil.-21	Publication des résultats semestriels : augmentation du chiffre d'affaires de 47% et du résultat net part du Groupe de 10%.
⑩	25-oct.-21	Publication d'une note par Betaville indiquant des rumeurs relatives à l'Offre.
⑪	27-oct.-21	Suspension de la cotation de CNP à la demande du Groupe.

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») à la Date de Référence (§ 4.1.2), non ajustés du détachement du dividende :

Analyse des CMPV non ajustés

€	Date de Référence
	26-oct.-21
Spot (clôture)	16,1
20 séances	14,6
60 séances	14,4
120 séances	14,5
180 séances	14,9
250 séances	14,3
12 mois	14,1
Plus bas 12 mois	9,4
Plus haut 12 mois	16,8

Source : Bloomberg

Pour information, le cours de l'Action au 22 octobre 2021, jour précédant les rumeurs sur l'Offre, était de **15,1 €**.

L'analyse historique des cours de bourse montre que les CMPV sont globalement en retrait par rapport au Prix de l'Offre.

À titre d'information, au cours des 12 derniers mois :

- aucun titre n'a été échangé à un prix supérieur ou égal au Prix de l'Offre ;
- la rotation du flottant¹⁵³, de l'ordre de 80%, témoigne de la bonne liquidité du titre, et démontre que le cours de bourse constitue une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action :

Rotation de l'Action

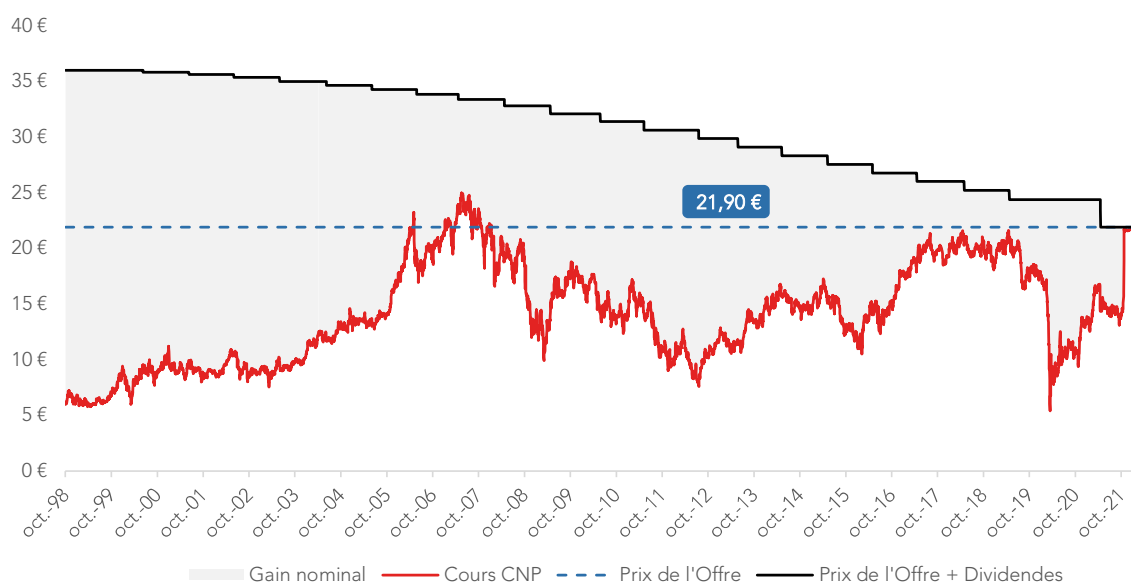
	26-oct.-21
Volume échangé 12 mois	116 107 733
Flottant	144 164 478
Rotation du flottant (%)	81%
Rotation du flottant (années)	1,2

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

4.3.2. Analyse patrimoniale

Depuis l'introduction en bourse en 1998, le cours n'a dépassé le Prix de l'Offre que temporairement sur l'année 2007.

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis son introduction



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

En considérant les dividendes versés historiquement par la Société et le Prix de l'Offre, nous constatons que l'ensemble des actionnaires susceptibles d'apporter leurs actions à l'Offre réaliseraient un gain nominal calculé comme la différence entre :

- le Prix de l'Offre majoré des dividendes cumulés depuis leur date d'entrée au capital de la Société ; et
- le cours de l'Action à la date d'acquisition des titres CNP.

¹⁵³ Appréciée préalablement à l'annonce de l'Offre.

4.3.3. Cours cible des analystes

Le titre CNP est suivi par huit analystes¹⁵⁴.

Les cours cible les plus récents, publiés avant et postérieurement à l'annonce de l'Offre, sont les suivants :

Cours cible des analystes				
Analyste	Avant annonce		Post annonce	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
Alpha Value	24-août-21	18,6 €	21-nov.-21	19,1 €
Bryan, Garnier & Co	9-avr.-21	18,0 €		
Morningstar	25-oct.-21	16,9 €	19-nov.-21	21,5 €
BNP Paribas Exane	19-oct.-21	16,0 €	24-nov.-21	21,9 €
Oddo BHF	30-juil.-21	17,0 €	19-nov.-21	21,9 €
HSBC	28-sept.-21	19,6 €	29-oct.-21	21,9 €
Berenberg	22-oct.-21	22,1 €	22-nov.-21	21,9 €
Médiane		18,0 €		21,9 €
Moyenne		18,3 €		21,4 €

Sources : Notes d'analystes, Bloomberg

Les cours cible des analystes avant l'annonce de l'Offre s'inscrivaient dans une fourchette de **16,0 € à 22,1 €**, avec une moyenne de **18,3 €**.

Les objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre sont alignés sur le Prix de l'Offre ou en retrait.

4.4. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de la Cession de Bloc et de l'Acquisition hors Marché

La Cession de Bloc du 16 décembre 2021 et l'Acquisition hors Marché du 16 mars 2022 ont été réalisées par LBP au prix de 21,90 € par action (dividende attaché), soit le Prix de l'Offre.

4.5. Méthodes d'évaluation retenues aux bornes du Groupe

4.5.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

4.5.1.1. Rappel des principes de la méthode DDM

La méthode du *Dividend Discount Model* (« **DDM** ») consiste à déterminer la valeur des fonds propres en se basant sur des hypothèses de distribution de dividendes sous contrainte de capital réglementaire.

¹⁵⁴ CNP Assurances, [Couverture analystes](#). La Société Générale est mentionnée sur le site de CNP, mais ne communique plus de recommandation, ni de cours cible.

Les flux distribuables sur la période de prévisions 2022 à 2030 (l'« **Horizon Explicite** ») correspondent au capital excédentaire disponible (le « **Capital Excédentaire** »), soit la différence entre :

- les fonds propres éligibles à la couverture du SCR ou FP SCR impactés par :
 - le résultat net part du Groupe prévisionnel ;
 - le montant des dividendes distribués ;
 - les variations des autres éléments constitutifs des FP SCR tels que :
 - la PPE dont une partie est prise en compte dans les FP SCR¹⁵⁵ ;
 - les titres subordonnés¹⁵⁶ ;
 - d'autres éléments constitutifs de l'excédent des actifs sur les passifs ; et
- la cible du besoin de marge de solvabilité réglementaire que nous avons retenue entre **210%** et **220%**¹⁵⁷.

Ces flux distribuables sont actualisés au coût des fonds propres (« *Cost of Equity* » ou « **COE** »).

4.5.1.2. Plan Stratégique

i) Flux prévisionnels

Le plan d'affaires de la Société, également appelé le plan stratégique 2021-2030¹⁵⁸, repose sur des modèles financiers intégrant des effets macroéconomiques, présentés et approuvés par le Conseil d'Administration en date du 16 février 2022 (le « **Plan Stratégique** »).

Il a été établi :

- selon une approche *bottom-up* par zone géographique pour déterminer le PNA ;
- sur la base du modèle *Asset and Liability Management* (ALM) pour les projections de revenus du compte propre.

Les prévisions de fonds propres prudentiels tiennent compte du cadre réglementaire actuellement en vigueur.

Par ailleurs, le Plan Stratégique ne comporte aucune opération de croissance externe.

¹⁵⁵ Conformément aux modalités de calculs prudentiel de l'ACPR, à la suite de l'arrêté ministériel relatif aux fonds excédentaires en assurance vie, paru au Journal Officiel du 28 décembre 2019.

¹⁵⁶ Les titres subordonnés sont évalués à leur valeur économique, soit la valeur actuelle des flux futurs. Ces flux sont calculés à partir des caractéristiques de chaque titre et actualisés au taux sans risque augmenté du *spread* de crédit à l'émission.

¹⁵⁷ Le Conseil d'Administration du 16 février 2022 a validé le Scénario Central du plan 2021-2030 qui aboutit au maintien d'une solvabilité de CNP en haut de fourchette 215%-220% sur l'Horizon Explicite.

¹⁵⁸ Mis à jour du réel 2021.

ii) Résultat net

Le résultat net prévisionnel du Scénario Central intègre l'impact :

- de l'évolution des variables macroéconomiques¹⁵⁹, notamment les prévisions :
 - de taux d'intérêt¹⁶⁰,
 - des marchés actions¹⁶¹,
 - de produit intérieur brut¹⁶²,
 - d'inflation¹⁶³,
 - de taux de change¹⁶⁴,

se traduisant par une croissance moyenne annualisée du RNPG de l'ordre de 2,6% sur la période 2021 à 2030. Ces prévisions macroéconomiques se fondent sur des estimations internes à CNP, des modèles financiers prospectifs, des notes d'experts financiers¹⁶⁵ et le consensus *Bloomberg* ;

- de l'acquisition récente de l'activité d'assurance vie d'Aviva en Italie ;
- des dernières orientations stratégiques en matière de conquête commerciale et de conversion des encours euros en unité de compte ;
- des intérêts minoritaires et du résultat des sociétés mises en équivalence ;
- des coupons relatifs aux dettes subordonnées classées en capitaux propres pour un montant annuel compris entre 46 M€ et 58 M€¹⁶⁶ sur l'Horizon Explicite.

La trajectoire du RNPG présentée sur l'Horizon Explicite repose sur la volonté du Groupe d'augmenter sa présence à l'international, notamment en Europe et en Amérique Latine, tout en maintenant la répartition actuelle de son *mix* segment Épargne Retraite / Risque-Emprunteur.

iii) Taux de couverture du SCR

Le taux de couverture du SCR du Plan Stratégique oscille sur l'Horizon Explicite dans une fourchette d'environ **215% à 220%**, après prise en compte de la PPE, en ligne avec :

- le pilotage du ratio de couverture du SCR envisagé par le Groupe, tenant compte du contexte incertain sur les taux d'intérêt et de la stratégie de conquête commerciale sur l'Horizon Explicite ;

¹⁵⁹ Le scénario macroéconomique retenu n'intègre pas les impacts relatifs au conflit actuel opposant la Russie et l'Ukraine.

¹⁶⁰ Taux d'intérêt des OAT 10 ans et taux d'intérêt SELIC utilisé au Brésil. Le Scénario Central de la Société table sur un retour de l'OAT 10 ans à horizon 2030 à un niveau de 1%.

¹⁶¹ Le Scénario Central de la Société anticipe une forte croissance des marchés actions à horizon 2030 avec un CAC 40 s'établissant à plus de 9.000 points.

¹⁶² À l'échelle de la Zone Euro et du monde.

¹⁶³ À l'échelle de la Zone Euro.

¹⁶⁴ Le taux de change Euro / Real.

¹⁶⁵ Groupe Caisse des Dépôts et Pair Conseil.

¹⁶⁶ Après impôt sur les sociétés.

- les exigences des agences de notation, notamment Moody's qui considère qu'un ratio de couverture hors PPE¹⁶⁷ inférieur à 160% est un facteur de dégradation de la notation de CNP.

Pour les besoins de nos analyses de sensibilité de la valeur intrinsèque de l'Action, nous retenons une fourchette de **210% à 220%**.

iv) Flux disponibles

Les flux futurs disponibles distribuables aux actionnaires tiennent compte :

- de la variation des fonds propres éligibles à la couverture du SCR ;
- de la contrainte de fonds propres réglementaires déterminée sur la base du ratio de couverture du SCR anticipé par le Groupe.

Nous avons pris une hypothèse de distribution de la totalité du Capital Excédentaire.

Les flux futurs disponibles distribuables aux actionnaires, assimilables à des dividendes, ont été actualisés à une date de versement annuelle fixée à fin avril, concordant avec le calendrier historique de versement des dividendes de CNP.

v) Taux d'actualisation

Nous avons estimé le coût des fonds propres directement à partir du beta endetté du Groupe, dont le profil de risque est spécifique par rapport à celui des autres sociétés comparables.

Le taux d'actualisation retient :

- un taux sans risque de **0,3%** correspondant à la moyenne historique 6 mois des OAT 10 ans¹⁶⁸ ;
- un beta endetté observé sur une période de 5 ans de **1,31** ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,7%**¹⁶⁹.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable au Groupe a été estimé à **10,4%** :

Coût des fonds propres	
Composants	%
Taux sans risque	0,3%
Beta endetté	1,31
<i>Rendement de marché</i>	<i>8,0%</i>
Prime de risque	7,7%
Taux d'actualisation	10,4%

Sources : Bloomberg, Banque de France

¹⁶⁷ La prise en compte de la PPE dans les fonds propres éligibles à la couverture du SCR est applicable uniquement en France à partir du 31 décembre 2019.

¹⁶⁸ Source : Banque de France.

¹⁶⁹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,0%** (Source : Ledouble, 31 mars 2022), qui, sous déduction d'un taux sans risque de 0,3%, induit une prime de risque de **7,7%**.

vi) Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée selon différentes approches.

➤ Actualisation d'un flux normatif au-delà de 2030, fin de l'Horizon Explicite

Dans une hypothèse de continuité d'exploitation, la valeur terminale est estimée selon le modèle Gordon et Shapiro à partir :

- d'un cash-flow libre normatif ;
 - d'un taux de croissance perpétuelle (« **LTGR** ») du flux normatif, estimé à 2,0%, soit la moyenne¹⁷⁰ des prévisions d'inflation à long terme¹⁷¹ anticipées sur les zones géographiques sur lesquelles opère le Groupe¹⁷² ;
 - d'un taux d'actualisation fixé en valeur centrale à 10,4%.
- Actualisation d'un flux normatif au-delà de 2046, fin de la période d'extrapolation du Plan Stratégique

À titre de recoupement, nous avons extrapolé le Plan Stratégique de 2030 à 2046, correspondant à l'échéance du partenariat au Brésil¹⁷³, pour appréhender la croissance de l'activité de CNP dans ce pays. Les valeurs obtenues se recourent avec nos résultats issus du DDM établi à partir du Plan Stratégique dont l'Horizon Explicite se termine en 2030.

Ces deux méthodes d'appréciation de la valeur terminale par application d'un modèle Gordon et Shapiro reposent sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à l'identique avec un renouvellement à l'infini des accords actuels de partenariat de distribution des produits du Groupe dans des conditions financières inchangées.

Or, ces accords de distribution ont une échéance définie. Leur renouvellement, non garanti, sera soumis à des négociations pouvant, selon les cas, conduire à leur arrêt ou à leur renouvellement dans des conditions identiques ou différentes pour CNP.

La position que nous avons retenue perpétue l'environnement contractuel aux conditions actuellement en vigueur.

➤ Application de multiples observés sur longue période

Nous avons également déterminé la valeur terminale à partir des multiples de sortie de *Book Value* (« **P/BV** ») et de *Tangible Book Value* (« **P/TBV** ») observés sur le titre CNP au cours de la dernière décennie, ressortant respectivement à **0,71x** et **0,76x** (§ 4.2.1.2).

Cette analyse permet d'intégrer pleinement les effets de cycle inhérents au secteur assurantiel sur une longue période.

¹⁷⁰ Pondérée sur la base de la contribution de chaque zone géographique au RNPG du Groupe.

¹⁷¹ Source : FMI, octobre 2021.

¹⁷² France, Europe de l'Ouest et Brésil.

¹⁷³ Accord de distribution exclusif au Brésil dans le réseau de Caixa Econômica Federal (CEF) sur les produits de prévoyance, d'assurance emprunteur consommation et de retraite.

➤ Application de multiples estimés selon le modèle de *Gordon Growth*

Nous avons par ailleurs estimé la valeur terminale à partir de multiples de sortie de *Book Value* et de *Tangible Book Value* dérivés de la formule de Gordon-Shapiro dite modèle de *Gordon Growth* ou approche *Warranted Equity Value* (« WEV ») ; ces multiples reposent sur les hypothèses suivantes :

- une rentabilité des capitaux propres¹⁷⁴ (« *Return on Equity* » ou « ROE ») normative de 7,2%¹⁷⁵, calculée à partir du RNPG 2030 et du montant des capitaux propres 2030 de fin de période ;
- une rentabilité des capitaux propres tangibles¹⁷⁶ (« *Return on Tangible Equity* » ou « ROTE ») normative de 7,6%¹⁷⁷, calculée à partir du RNPG 2030 et du montant des capitaux propres tangibles 2030 de fin de période.

Les multiples P/BV et P/TBV induits par le modèle de *Gordon Growth*¹⁷⁸ en valeur centrale sont les suivants :

Multiples induits par le modèle de *Gordon Growth*

Indicateurs	P/BV	P/TBV
ROE 2030	7,2%	
ROTE 2030		7,6%
COE	10,40%	10,40%
LTGR	2,0%	2,0%
Multiples induits	0,62 x	0,66 x

vii) Synthèse de la valorisation DDM

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au ratio de couverture du SCR de la valeur intrinsèque de l'Action selon les méthodes retenues pour la détermination de la valeur terminale.

➤ Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon et Shapiro à horizon 2030 :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	21,6 €	21,0 €	20,4 €	19,9 €	19,4 €
210%	20,0 €	19,4 €	18,8 €	18,3 €	17,8 €
215%	18,4 €	17,8 €	17,3 €	16,8 €	16,3 €
220%	16,8 €	16,2 €	15,7 €	15,2 €	14,7 €
225%	15,2 €	14,7 €	14,1 €	13,6 €	13,2 €

La valeur de l'Action s'établit entre 15,2 € et 19,4 €.

¹⁷⁴ Ou *Book Value*.

¹⁷⁵ Retraitée des TS.

¹⁷⁶ Ou *Tangible Book Value*.

¹⁷⁷ Retraitée des TS.

¹⁷⁸ Déterminés comme suit : $P/BV = (ROE - LTGR) / (COE - LTGR)$ et $P/TBV = (ROTE - LTGR) / (COE - LTGR)$.

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon et Shapiro à horizon 2046 :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	21,7 €	21,1 €	20,5 €	20,0 €	19,5 €
210%	20,1 €	19,5 €	18,9 €	18,4 €	17,9 €
215%	18,5 €	17,9 €	17,3 €	16,8 €	16,3 €
220%	16,8 €	16,3 €	15,7 €	15,2 €	14,7 €
225%	15,2 €	14,7 €	14,1 €	13,6 €	13,2 €

La valeur de l'Action s'établit entre **15,2 €** et **19,5 €**.

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/TBV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	22,4 €	22,1 €	21,8 €	21,5 €	21,2 €
210%	21,5 €	21,2 €	20,9 €	20,6 €	20,3 €
215%	20,6 €	20,3 €	20,0 €	19,6 €	19,3 €
220%	19,7 €	19,3 €	19,0 €	18,7 €	18,4 €
225%	18,8 €	18,4 €	18,1 €	17,8 €	17,4 €

La valeur de l'Action s'établit entre **18,7 €** et **21,2 €**.

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/TBV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	22,9 €	22,2 €	21,6 €	21,0 €	20,4 €
210%	21,3 €	20,6 €	20,0 €	19,5 €	18,9 €
215%	19,7 €	19,1 €	18,5 €	17,9 €	17,4 €
220%	18,1 €	17,5 €	16,9 €	16,4 €	15,8 €
225%	16,6 €	15,9 €	15,4 €	14,8 €	14,3 €

La valeur de l'Action s'établit entre **16,4 €** et **20,6 €**.

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/BV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	22,4 €	22,1 €	21,7 €	21,5 €	21,2 €
210%	21,4 €	21,1 €	20,8 €	20,5 €	20,2 €
215%	20,5 €	20,1 €	19,8 €	19,5 €	19,2 €
220%	19,5 €	19,2 €	18,9 €	18,5 €	18,2 €
225%	18,6 €	18,2 €	17,9 €	17,6 €	17,3 €

La valeur de l'Action s'établit entre **18,5 €** et **21,1 €**.

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/BV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	22,7 €	22,0 €	21,4 €	20,8 €	20,3 €
210%	21,1 €	20,4 €	19,8 €	19,3 €	18,7 €
215%	19,5 €	18,9 €	18,3 €	17,7 €	17,2 €
220%	17,9 €	17,3 €	16,7 €	16,2 €	15,7 €
225%	16,4 €	15,7 €	15,2 €	14,6 €	14,1 €

La valeur de l'Action s'établit entre **16,2 €** et **20,4 €**.

4.5.1.3. Autres scénarios analysés

À titre d'information, nous avons analysé quatre scénarios alternatifs préparés par la Direction pour illustrer la sensibilité du Scénario Central à des environnements macroéconomiques différents¹⁷⁹. Dans ces analyses, les hypothèses de gestion financière du Scénario Central ont été revues, à la marge, afin de refléter une trajectoire financière aussi réaliste que possible.

i) Scénario « à 2% »

Ce scénario dit « à 2% » cumule des évolutions particulièrement favorables du CAC 40 et des taux d'intérêt avec :

- une progression du taux des OAT 10 ans à horizon 2030 à 2% ;
- une évolution du CAC 40 sur la période 2022 à 2030 similaire à celle du Scénario Central (§ 4.5.1.2) aboutissant à un CAC 40 de l'ordre de 9.000 points, niveau jamais atteint¹⁸⁰ ;
- un pilotage du taux de couverture du SCR que nous avons fixé dans une fourchette de 210% à 220%, équivalant au niveau retenu dans le Scénario Central ;
- une variation des fonds excédentaires nulle en valeur terminale, conséquence de la stabilisation après 2030 du montant nominal de PPE et des taux d'intérêt.

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au ratio de couverture du SCR de la valeur intrinsèque de l'Action selon la méthode de détermination de la valeur terminale.

¹⁷⁹ Ces scénarios permettent d'illustrer l'impact sur la valeur de l'Action d'hypothèses macroéconomiques différentes, plus favorables que celles retenues dans le Plan Stratégique ou reflétant des situations de marché dégradées. Ils n'ont pas été soumis au Conseil d'Administration de CNP.

¹⁸⁰ Le niveau le plus élevé observé en 2021 est de l'ordre de 7.400 points.

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon et Shapiro :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	24,5 €	24,0 €	23,5 €	23,0 €	22,5 €
210%	22,9 €	22,4 €	21,9 €	21,4 €	21,0 €
215%	21,4 €	20,8 €	20,4 €	19,9 €	19,5 €
220%	19,8 €	19,3 €	18,8 €	18,3 €	17,9 €
225%	18,2 €	17,7 €	17,2 €	16,8 €	16,4 €

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/TBV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	25,3 €	25,0 €	24,7 €	24,4 €	24,1 €
210%	24,4 €	24,1 €	23,8 €	23,5 €	23,2 €
215%	23,5 €	23,2 €	22,9 €	22,6 €	22,3 €
220%	22,6 €	22,3 €	22,0 €	21,7 €	21,4 €
225%	21,7 €	21,4 €	21,1 €	20,8 €	20,5 €

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/TBV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	28,5 €	27,7 €	27,0 €	26,4 €	25,8 €
210%	27,0 €	26,2 €	25,5 €	24,9 €	24,3 €
215%	25,5 €	24,7 €	24,1 €	23,4 €	22,8 €
220%	23,9 €	23,2 €	22,6 €	21,9 €	21,4 €
225%	22,4 €	21,7 €	21,1 €	20,5 €	19,9 €

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/BV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	25,3 €	25,0 €	24,7 €	24,4 €	24,1 €
210%	24,4 €	24,1 €	23,8 €	23,5 €	23,2 €
215%	23,5 €	23,1 €	22,8 €	22,6 €	22,3 €
220%	22,5 €	22,2 €	21,9 €	21,6 €	21,3 €
225%	21,6 €	21,3 €	21,0 €	20,7 €	20,4 €

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/BV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	28,3 €	27,5 €	26,8 €	26,2 €	25,6 €
210%	26,8 €	26,0 €	25,4 €	24,7 €	24,1 €
215%	25,2 €	24,5 €	23,9 €	23,2 €	22,6 €
220%	23,7 €	23,0 €	22,4 €	21,8 €	21,2 €
225%	22,2 €	21,5 €	20,9 €	20,3 €	19,7 €

Dans ce scénario cumulant des perspectives macroéconomiques particulièrement favorables, dépassant les anticipations actuelles, notamment d'évolution des taux d'intérêt¹⁸¹, la valeur de l'Action s'inscrirait dans une fourchette de **18,3 €** à **26,2 €** qui encadre le Prix de l'Offre.

ii) Scénario « dégradé en L »

Le scénario dit en L¹⁸² repose sur les hypothèses dégradées suivantes :

- une baisse du taux des OAT 10 ans à -1% en 2023 suivie d'une remontée des taux à 0% en 2025, et ce jusqu'en 2030 ;
- une baisse du CAC 40 en 2023 autour de 5.600 points suivie d'une remontée progressive de l'indice pour atteindre un niveau de l'ordre de 6.300 points à horizon 2030.

La valeur de l'Action issue de ce scénario serait **inférieure à 18,9 €**, y compris avec un taux de couverture du SCR convergeant vers 160%¹⁸³ à horizon 2030.

iii) Scénario « choc obligataire »

Le scénario dit de « choc obligataire »¹⁸⁴ retient les hypothèses suivantes :

- une remontée des taux des OAT 10 ans à 4% en 2023 avec une stabilisation à ce niveau jusqu'en 2030 ;
- une chute du CAC 40 en 2023 à 5.500 points suivie d'une remontée progressive de l'indice à 6.500 points en 2030 ;
- un pilotage du taux de couverture du SCR baissant à 160% en 2023 suivi d'une remontée progressive dans une fourchette de 180% à 220% à horizon 2030. Pour les besoins de la valorisation DDM, un ratio cible de 215% a été retenu en 2030.

La valeur de l'Action issue de ce scénario **ne dépasse pas 16,0 €**.

iv) Scénario « alternatif »

Ce scénario vise à examiner l'impact d'une remontée plus marquée des taux d'intérêt que dans le Scénario Central.

¹⁸¹ Taux *forward* Bloomberg.

¹⁸² Ce scénario peut être qualifié de *stress test*.

¹⁸³ Le taux de couverture a été placé à ce niveau compte tenu de la situation dégradée reflétée dans le scénario « dégradé en L ».

¹⁸⁴ Ce scénario peut être qualifié de *stress test*.

Il a été établi à partir d'hypothèses que nous avons fixées en fonction :

- d'une progression du taux des OAT 10 ans à horizon 2030 à hauteur de 1,4% correspondant aux taux *forward* anticipés¹⁸⁵ ;
- d'une stabilisation du CAC 40 sur la période 2022-2030 à son niveau fin 2021, de l'ordre de 7.200 points ;
- d'un pilotage du taux de couverture du SCR compris dans une fourchette de 210% à 220%, conforme à celle retenue dans le Scénario Central.

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au ratio de couverture du SCR de la valeur intrinsèque de l'Action selon l'approche retenue pour la détermination de la valeur terminale.

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon et Shapiro :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	18,6 €	18,3 €	18,0 €	17,7 €	17,4 €
210%	17,1 €	16,8 €	16,5 €	16,2 €	15,9 €
215%	15,6 €	15,3 €	15,0 €	14,7 €	14,5 €
220%	14,0 €	13,7 €	13,5 €	13,2 €	13,0 €
225%	12,5 €	12,2 €	11,9 €	11,7 €	11,5 €

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/TBV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	23,9 €	23,7 €	23,4 €	23,1 €	22,9 €
210%	23,1 €	22,8 €	22,5 €	22,2 €	22,0 €
215%	22,2 €	21,9 €	21,6 €	21,3 €	21,1 €
220%	21,3 €	21,0 €	20,7 €	20,4 €	20,2 €
225%	20,4 €	20,1 €	19,8 €	19,6 €	19,3 €

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/TBV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	24,2 €	23,6 €	23,0 €	22,5 €	22,0 €
210%	22,7 €	22,1 €	21,6 €	21,1 €	20,6 €
215%	21,2 €	20,7 €	20,1 €	19,6 €	19,1 €
220%	19,7 €	19,2 €	18,6 €	18,1 €	17,7 €
225%	18,3 €	17,7 €	17,2 €	16,7 €	16,2 €

¹⁸⁵ Bloomberg au 14 février 2022.

- Sensibilité avec valeur terminale à partir d'un multiple de sortie P/BV historique sur longue période :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	23,9 €	23,6 €	23,3 €	23,1 €	22,8 €
210%	23,0 €	22,7 €	22,4 €	22,2 €	21,9 €
215%	22,1 €	21,8 €	21,5 €	21,2 €	21,0 €
220%	21,2 €	20,9 €	20,6 €	20,3 €	20,0 €
225%	20,3 €	20,0 €	19,7 €	19,4 €	19,1 €

- Sensibilité avec valeur terminale selon le modèle Gordon Growth (P/BV) :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Couverture SCR	Taux d'actualisation				
	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
205%	24,0 €	23,4 €	22,9 €	22,3 €	21,8 €
210%	22,5 €	21,9 €	21,4 €	20,9 €	20,4 €
215%	21,0 €	20,5 €	19,9 €	19,4 €	18,9 €
220%	19,5 €	19,0 €	18,4 €	18,0 €	17,5 €
225%	18,0 €	17,5 €	17,0 €	16,5 €	16,0 €

L'analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre 13,2 € et 22,8 €.

Le Prix de l'Offre, supérieur aux valeurs centrales, s'inscrit dans le haut de la fourchette de nos résultats.

v) Synthèse des scénarii alternatifs

Les analyses de sensibilité menées avec quatre scénarios alternatifs confirment que le Prix de l'Offre reflète une valeur de l'Action fondée sur une anticipation de rehaussement des taux d'intérêt et un objectif de CAC 40 à un niveau élevé.

Les scénarios qualifiés de *stress test* affichent une valeur de l'Action en net retrait par rapport au Prix de l'Offre.

4.5.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

La valorisation analogique de l'Action mobilise des multiples de résultat net et de capitaux propres d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »), dont le profil est présenté en **Annexe 8**.

4.5.2.1. Modalités de calcul des multiples boursiers

Afin de mettre en œuvre l'évaluation analogique du Groupe par les Comparables Boursiers, nous avons retenu les multiples moyens de résultat net suivants :

- *Price-to-earning* (« **P/E** »), rapportant le cours de bourse au résultat net par action¹⁸⁶ ;
- *Dividend yield*, rapportant le montant du dividende par action (« **DPS** ») au cours de bourse de l'Action.

Nous nous sommes référés pour chacun de ces multiples :

- à la capitalisation boursière ou au cours moyen 3 mois¹⁸⁷ ;
- aux projections de résultat net et de DPS issues du consensus *Bloomberg* pour les années 2022 et 2023, retraitées le cas échéant des coupons sur les dettes subordonnées ou TS, classées dans les capitaux propres comptables ;
- aux dernières *Book Value* et *Tangible Book Value* publiées, ajustées des TS.

Nous avons mené des analyses de régression au sein de notre échantillon de Comparables Boursiers entre :

- la rentabilité attendue des capitaux propres (ROE) 2023 et le multiple de capitaux propres (P/BV) 2022 ;
- la rentabilité attendue des capitaux propres tangibles (ROTE) 2023 et le multiple de capitaux propres tangibles (P/TBV) 2022.

La forte corrélation entre les indicateurs de rentabilité (ROE et ROTE) et les multiples observés nous a permis d'ajuster les multiples boursiers constatés du différentiel de rentabilité entre le Groupe et les Comparables Boursiers.

4.5.2.2. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à CNP réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes de répartition d'activités et de zones d'implantation.

Nous avons toutefois sélectionné des groupes d'assurance présentant des points communs avec CNP, dont le profil est présenté en **Annexe 8**.

¹⁸⁶ Retraité des TS.

¹⁸⁷ Au 31 mars 2022.

Nous avons exclu de notre échantillon de Comparables Boursiers les sociétés suivantes :

- Aviva en raison :
 - de cessions significatives intervenues récemment qui ont généré un excédent de fonds propres ;
 - de son programme de *share buy-back* initié en août 2021 et devant se terminer fin mars 2022 ;
- Swiss Life :
 - perçue par les analystes à la fois comme un assureur et un *asset manager* ;
 - dont la croissance attendue est tirée par l'*asset management*.

Notre échantillon de Comparables Boursiers est donc constitué d'assureurs européens opérant principalement dans l'assurance vie en Europe occidentale.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières (moyenne 3 mois)¹⁸⁸ de notre échantillon :

Assureurs vie européens

M€	Pays	Capi. 3 mois
CNP Assurances	France	14 965
Generali	Italie	29 018
NN Group	Pays Bas	15 014
Ageas	Belgique	8 490
ASR Nederland	Pays Bas	5 673

Source : Bloomberg

Les multiples P/E et *Dividend yield* pour les années 2022 et 2023 ainsi que les multiples P/BV et P/TBV pour l'année 2021 sont les suivants :

Comparables Boursiers

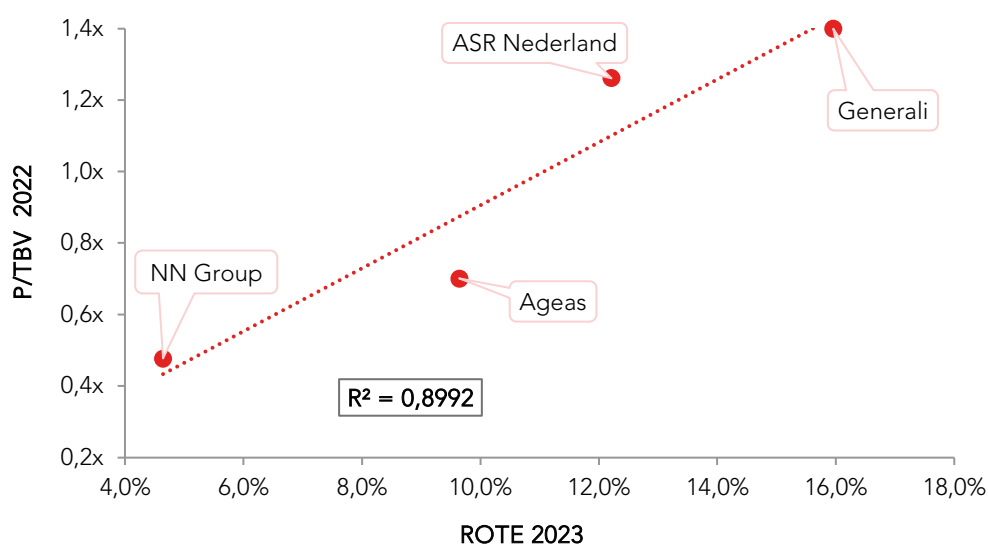
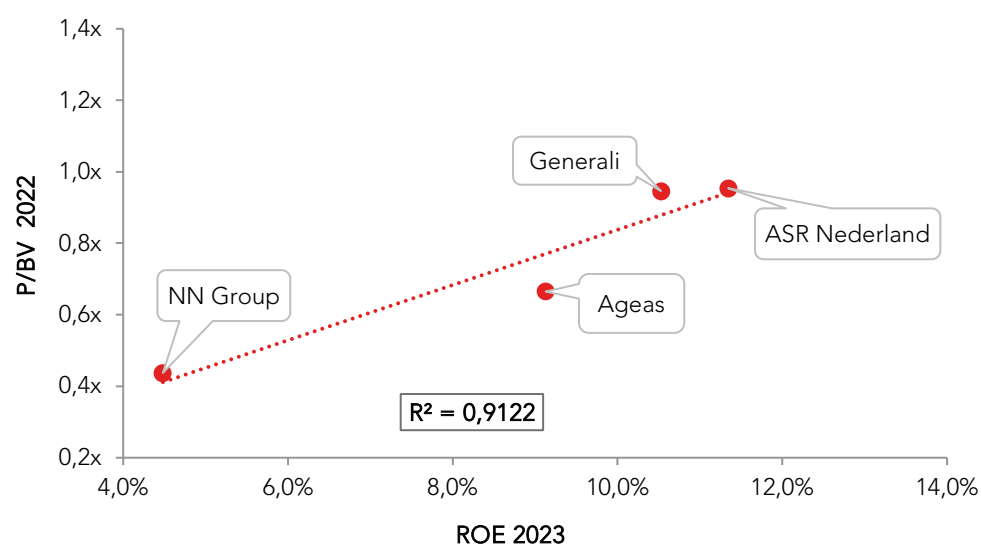
Société	P/E 2022	P/E 2023	Div. Yield 2022	Div. Yield 2023	P/BV 2021	P/TBV 2021
Generali	10,0x	9,4x	6,1%	6,4%	0,99x	1,50x
NN Group	10,4x	10,2x	5,6%	6,1%	0,46x	0,47x
Ageas	8,4x	7,8x	6,5%	7,0%	0,71x	0,75x
ASR Nederland	8,1x	7,9x	6,2%	6,4%	0,89x	0,96x
Médiane	9,2x	8,6x	6,1%	6,4%	0,80x	0,86x
Moyenne	9,2x	8,8x	6,1%	6,5%	0,76x	0,92x

Source : Bloomberg

Les résultats des régressions linéaires réalisées sur notre échantillon s'avèrent satisfaisants.

¹⁸⁸ Au 31 mars 2022.

Analyse de régression ROE 2023 vs P/BV 2022 et ROTE 2023 vs P/TBV 2022



Source : Bloomberg, Société

La régression linéaire fait ainsi ressortir des coefficients de détermination R^2 pour la régression ROE 2023 *versus* P/BV 2022, et ROTE 2023 *versus* P/TBV 2022 autour de 90%, confirmant la pertinence de cette méthode ; les sociétés qui bénéficient des plus fortes perspectives de rentabilité affichent les multiples P/BV et P/TBV les plus élevés.

Sur la base de ces régressions, nous aboutissons à des multiples induits de P/BV 2022 et de P/TBV 2022 respectivement de **0,65x** et **0,76x** à appliquer aux agrégats de la Société.

4.5.2.3. Synthèse de l'évaluation par les Comparables Boursiers

La valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de **16,5 € à 21,1 €** (§ 4.7) après application :

- des multiples moyens P/E et *Dividend yield*, aux agrégats 2022 et 2023 ;
- des multiples induits par les analyses de régression P/BV et P/TBV sur les Comparables Boursiers, aux agrégats 2022.

4.5.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous présentons, ci-après, la valorisation de l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur de l'assurance vie (les « **Transactions Comparables** »), présentées en **Annexe 9**, sur une période d'observation d'une durée de cinq ans débutant au 1^{er} janvier 2017.

Nous avons valorisé le Groupe avec des multiples moyens P/E sans les retraiter d'une éventuelle prime de contrôle afférente au pourcentage du capital acquis de la société cible.

Notre échantillon de Transactions Comparables extériorise un multiple moyen P/E de **8,8x**, que nous appliquons à l'agrégat 2021 du Plan Stratégique.

La valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables ressort à **19,2 €**.

En complément, nous avons examiné les conditions de l'acquisition par CNP des activités d'assurance vie d'Aviva en Italie¹⁸⁹. Le prix de cette transaction se fonde sur un multiple de fonds propres éligibles à la couverture du SCR en norme Solvabilité 2 de 0,69x. À titre de comparaison, le Prix de l'Offre extériorise une valorisation supérieure avec un multiple induit de 0,84x de l'agrégat précité au 31 décembre 2021.

4.6. Valeur de la participation CNP dans les livres de LBP et BPCE

4.6.1. Valeur dans les comptes de LBP

Au 31 décembre 2021, la valeur de la participation CNP dans les comptes annuels de LBP est de **10,4 €** par Action.

4.6.2. Valeur dans les comptes de BPCE préalablement à la Cession de Bloc

Au 31 décembre 2020, soit la dernière clôture avant la Cession de Bloc, la valeur de la participation CNP dans les comptes annuels de BPCE s'établit à **14,5 €** par Action¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Nous n'avons pas retenu cette transaction dans notre échantillon, dans la mesure où les activités d'assurance vie d'Aviva en Italie présentent des différences notables avec CNP ; il s'agit notamment de portefeuilles moins consommateurs de capital, avec des taux d'UC plus importants.

¹⁹⁰ Au niveau consolidé, « le 16 décembre 2021, BPCE a cédé la totalité de sa participation dans CNP (16,11 %) pour 2.422 M€ se traduisant par une perte de 14 M€ avant impôt ». Source : États financiers consolidés du Groupe BPCE au titre de l'exercice 2021.

4.6.3. Synthèse

En définitive, nous relevons que la valeur de la participation CNP dans les comptes annuels de LBP¹⁹¹ et BPCE¹⁹² est inférieure au Prix de l'Offre.

4.7. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre

Les valeurs de l'Action à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, qui mentionne le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de 21,90 € sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation.

Méthode	Ledouble					
	Valeur / Action (€)			Prime / (Décote)		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max
Prix de l'Offre		21,9 €				
Références boursières						
Spot au 22 octobre 2021		15,1 €			45%	
Spot au 26 octobre 2021		16,1 €			36%	
20 séances		14,6 €			50%	
60 séances		14,4 €			52%	
120 séances		14,5 €			51%	
180 séances		14,9 €			47%	
250 séances		14,3 €			54%	
12 mois		14,1 €			56%	
Cours cible	16,0 €	18,3 €	22,1 €	37%	20%	(1)%
Méthodes intrinsèques						
Scénario Central						
DDM - Gordon Shapiro	15,2 €	17,3 €	19,4 €	44%	27%	13%
DDM - Gordon Shapiro - BP extrapolé 2031-2046	15,2 €	17,3 €	19,5 €	44%	26%	12%
DDM - x sortie TBV - 10Y	18,7 €	20,0 €	21,2 €	17%	10%	3%
DDM - x sortie TBV - WEV	16,4 €	18,5 €	20,6 €	34%	19%	6%
DDM - x sortie BV - 10Y	18,5 €	19,8 €	21,1 €	18%	10%	4%
DDM - x sortie BV - WEV	16,2 €	18,3 €	20,4 €	35%	20%	7%
Méthodes analogiques						
Comparables boursiers						
P/E 2022 (hors TS)		21,1 €			4%	
P/E 2023 (hors TS)		20,5 €			7%	
Régression - ROE 2023 vs BV 2022		19,1 €			15%	
Régression - ROTE 2023 vs TBV 2022		20,0 €			9%	
Dividend yield 2022		16,9 €			30%	
Dividend yield 2023		16,5 €			33%	
Transactions Comparables						
P/E - agrégat 2021		19,2 €			14%	

¹⁹¹ Au 31 décembre 2021.

¹⁹² Préalablement à la Cession de Bloc.

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que le Prix de l'Offre extériorise une prime sur les valeurs ressortant de l'ensemble de nos méthodes d'évaluation retenues à titre principal :

- les évaluations se fondant sur des données boursières (CMPV, cours cible et multiples de *dividend yield*) extériorisent les primes les plus significatives en valeur centrale, comprises entre **20%** et **56%** ;
- les évaluations intrinsèques par l'actualisation de flux de trésorerie, qui intègrent pleinement les effets de cycle inhérents au secteur assurantiel sur longue période, extériorisent en Scénario Central des primes comprises entre **10%** et **27%** ;
- les évaluations fondées sur les analyses de régression entre, d'une part, la rentabilité des capitaux propres et des capitaux propres tangibles et, d'autre part, les multiples P/BV et P/TBV, extériorisent des primes comprises entre **9%** et **15%**¹⁹³ ;
- les multiples P/E extériorisent des primes relativement faibles, comprises entre **4%** et **7%** ;
- l'évaluation analogique par les Transactions Comparables extériorise une prime de **14%**¹⁹⁴.

L'économie éventuelle de coûts de cotation qui serait liée à la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris après mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, n'est pas significative par rapport au montant de l'Opération¹⁹⁵.

Il nous a par ailleurs été indiqué que la trajectoire financière du groupe La Poste permet, indépendamment de l'intégration fiscale de CNP, d'assurer la recouvrabilité de la totalité de ses déficits fiscaux et que, dans l'éventualité où l'Offre conduirait à l'intégration fiscale de CNP, celle-ci accélérerait la récupération des déficits reportables et la reconnaissance d'un impôt différé actif dans les comptes du groupe La Poste. Cette information n'a pas d'incidence sur notre appréciation de l'équité pour les Actionnaires Minoritaires.

¹⁹³ Cette approche tient compte du différentiel de rentabilité entre le Groupe et les Comparables Boursiers.

¹⁹⁴ Prime à relativiser en raison de la difficulté d'identifier des transactions comparables en termes d'activité, de *business model* et d'exposition géographique.

¹⁹⁵ Les coûts annuels, directs et indirects, induits par les contraintes juridiques liées à la cotation des Actions n'ont, d'après les informations dont nous disposons, pas d'incidence matérielle sur la valeur de l'Action (§ 2.3.1).

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Action par les Établissements Présentateurs

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par les Établissements Présentateurs, à la lecture de leur rapport d'évaluation et des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre inclus dans le Projet de Note d'Information¹⁹⁶, qui en sont la synthèse.

Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre sont globalement comparables à celles des Établissements Présentateurs. La comparaison des travaux de valorisation respectifs fait apparaître les éléments suivants.

5.1. Références boursières

De même que les Établissements Présentateurs, nous avons retenu dans l'analyse du cours de bourse la référence au 26 octobre 2021, date correspondant au dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Nous avons également présenté, comme les Établissements Présentateurs, le cours *spot* au 22 octobre 2021 qui correspond à la date précédant des mouvements importants sur le titre CNP (§ 4.1.2).

5.2. Valorisation intrinsèque (DDM)

L'examen comparé de l'application de la méthode DDM met en évidence les différences suivantes :

- les Établissements Présentateurs retiennent un ratio de couverture du SCR de 210%, en ligne avec les niveaux historiques de la Société, tandis que nous retenons un ratio compris entre 210% et 220% avec un ratio central de 215% en ligne avec les niveaux historiques et confirmé par la Direction ;
- la valeur terminale est calculée par les Établissements Présentateurs en appliquant le multiple P/BV induit par l'approche WEV¹⁹⁷ ; nous avons procédé à un calcul similaire de valeur terminale complété :
 - d'un multiple P/TBV induit par l'approche WEV ;
 - de multiples P/BV et P/TBV observés sur le titre CNP au cours de la dernière décennie ;
 - d'une estimation d'un *cash-flow* libre durable selon le modèle de *Gordon Shapiro* à l'horizon 2030 et 2046 ;
- en ce qui concerne le taux d'actualisation, les Établissements Présentateurs se réfèrent à un coût des fonds propres de 10,7%, tandis que nous retenons 10,4% ;
- en complément du Scénario Central, seul plan d'affaires retenu par les Établissements Présentateurs, nous avons procédé à une analyse de sensibilité avec plusieurs scénarios alternatifs reposant sur des hypothèses macroéconomiques spécifiques.

¹⁹⁶ Projet de Note d'Information, § 3 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre », pp. 33-42.

¹⁹⁷ Également appelé « *Gordon Growth Model* ».

5.3. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous avons constitué un échantillon de groupes d'assureurs européens identique à celui des Établissements Présentateurs, d'après des critères de répartition d'activité et de zone géographique.

Pour l'évaluation analogique et comme les Établissements Présentateurs, nous avons retenu des multiples P/E et *Dividend yield* ainsi qu'une analyse de régression entre la rentabilité attendue des capitaux propres tangibles et les multiples de capitaux propres tangibles sur notre échantillon de Comparables Boursiers. En complément, nous avons mené cette analyse de régression sur les capitaux propres.

Les modalités de mise en œuvre de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers divergent principalement par le fait que nous retenons une capitalisation boursière en moyenne 3 mois au 31 mars 2022 pour déterminer les multiples des Comparables Boursiers, tandis que les Établissements Présentateurs retiennent un cours *spot* au 26 octobre 2021.

Les différences relevées sur les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers proviennent des bases de données utilisées (*Factset* pour les Établissements Présentateurs, *Bloomberg* pour Ledouble) ; elles n'induisent cependant pas d'écart significatif sur les multiples.

5.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle les commentaires suivants :

- les transactions analysées de part et d'autre se recoupent partiellement ; nous nous sommes néanmoins limités à la période 2017 à 2022, les Établissements Présentateurs ayant ajouté une transaction intervenue en 2016 ;
- à la différence des Établissements Présentateurs qui retiennent un RNPG sur les 12 derniers mois au 30 juin 2021, après déduction des coupons sur les TS, auquel est appliqué le multiple P/E ressortant de l'échantillon des Transactions Comparables, nous avons retenu le RNPG¹⁹⁸ de l'exercice 2021 de la Société.

5.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

¹⁹⁸ Également après déduction des coupons sur les TS.

Méthode	Ledouble						Etablissements Présentateurs					
	Valeur / Action (€)			Prime / (Décote)			Valeur / Action (€)			Prime / (Décote)		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max
Prix de l'Offre		21,9 €						21,9 €				
Références boursières												
Spot au 22 octobre 2021		15,1 €			45%			15,1 €			45%	
Spot au 26 octobre 2021		16,1 €			36%			16,1 €			36%	
20 séances		14,6 €			50%			14,6 €			50%	
60 séances		14,4 €			52%			14,4 €			52%	
120 séances		14,5 €			51%			14,5 €			51%	
180 séances		14,9 €			47%			14,9 €			47%	
250 séances		14,3 €			54%			14,2 €			54%	
12 mois		14,1 €			56%							
Cours cible	16,0 €	18,3 €	22,1 €	37%	20%	(1)%	16,0 €	18,3 €	22,1 €	37%	20%	(1)%
Méthodes intrinsèques												
Scénario Central												
DDM - Gordon Shapiro	15,2 €	17,3 €	19,4 €	44%	27%	13%						
DDM - Gordon Shapiro - BP extrapolé 2031-2046	15,2 €	17,3 €	19,5 €	44%	26%	12%						
DDM - x sortie TBV - 10Y	18,7 €	20,0 €	21,2 €	17%	10%	3%						
DDM - x sortie TBV - WEV	16,4 €	18,5 €	20,6 €	34%	19%	6%						
DDM - x sortie BV - 10Y	18,5 €	19,8 €	21,1 €	18%	10%	4%						
DDM - x sortie BV - WEV	16,2 €	18,3 €	20,4 €	35%	20%	7%	18,3 €	18,8 €	20,6 €	20%	16%	7%
Méthodes analogiques												
Comparables boursiers												
P/E 2022 (hors TS)		21,1 €			4%			20,6 €			6%	
P/E 2023 (hors TS)		20,5 €			7%			20,0 €			10%	
Régression - ROE 2023 vs BV 2022		19,1 €			15%							
Régression - ROTE 2023 vs TBV 2022		20,0 €			9%			20,9 €			5%	
Dividend yield 2022		16,9 €			30%			16,1 €			36%	
Dividend yield 2023		16,5 €			33%							
Transactions Comparables												
P/E - agrégat 2021		19,2 €			14%			19,2 €			14%	

6. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords et Opérations Connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité des dispositions juridiques prises par LBP et BPCE dans le cadre de l'Offre ou concomitamment à l'Offre :

- le contrat de la Cession de Bloc d'actions CNP conclu le 16 décembre 2021 entre LBP et BPCE ;
- le protocole d'accord cadre conclu le 27 octobre 2021 entre LBP et BPCE ainsi que le projet de protocole détaillant les termes et conditions de la Cession Ostrum, de la Cession AEW, de la Consolidation des Accords ainsi que de la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE, tel qu'il a été figé entre LBP et BPCE le 16 décembre 2021 en vue de sa soumission aux instances représentatives du personnel (le « **Protocole** »).

6.1. Cession de Bloc

Le 16 décembre 2021, LBP a acquis 110.590.585 Actions, représentant environ 16,11 % du capital de la Société, au prix de 21,90 € par Action (dividende attaché), soit le Prix de l'Offre.

Dans le cadre de la Cession de Bloc, un droit de suite (le « **Droit de Suite** »)¹⁹⁹ a été accordé à BPCE lui permettant de bénéficier d'un traitement équitable avec les autres actionnaires de la Société dans le cas où l'Offre portant sur la totalité des Actions que LBP ne détient pas serait réalisée à un prix par Action supérieur à 21,90 €.

6.2. Cession Ostrum

6.2.1. Présentation d'Ostrum

Ostrum est un gestionnaire d'actifs spécialisé dans la gestion assurantielle²⁰⁰.

CNP et Natixis Assurances sont ses principaux clients.

6.2.2. Objet de la Cession Ostrum

Le capital social d'Ostrum se divise en 48.518.602 actions réparties entre :

- 46.102.762 actions ordinaires (« **AO** ») ;
- 2.415.840 actions de préférence de catégorie A (« **ADP A** ») percevant un dividende précipitaire associé aux commissions de gestion perçues d'un fonds défini dans les statuts.

¹⁹⁹ Les dispositions du Droit de Suite sont détaillées dans le Projet de Note d'Information, § 1.3.2, p. 16.

²⁰⁰ Environ 80% des encours sous gestion au 31 décembre 2021 d'Ostrum sont des actifs assurantielles. Ostrum gère également des encours hors gestion assurantielle constitués d'actifs de taux et de crédit pour le compte d'autres investisseurs.

Structure du capital - Ostrum

	AO	ADP A	Total	% capital	% droits de vote
LBPAM Holding	20 746 243		20 746 243	42,76%	45,00%
NIM	25 356 519	2 415 840	27 772 359	57,24%	55,00%
Total	46 102 762	2 415 840	48 518 602	100%	100%

Le Protocole prévoit l'acquisition par NIM de l'intégralité de la participation détenue par LBP au capital d'Ostrum, soit 20.746.243 actions, lui permettant de détenir à l'issue de l'opération l'intégralité du capital et des droits de vote d'Ostrum.

6.2.3. Modalités de la Cession Ostrum

Le prix de cession de 120 M€ serait définitif et ne ferait l'objet d'aucun ajustement, sauf dans les cas suivants :

- une réduction du prix en raison d'une fin anticipée des contrats commerciaux suivants avant le 31 décembre 2030 :
 - le mandat de gestion d'actifs du fonds général confié à Ostrum par CNP ;
 - le programme de migration et de prestations IT *front to back* pour LBP AM ;
- un droit de suite de 18 mois pour LBP en cas d'opérations subséquentes réalisées par NIM lui permettant de retirer une valeur pour Ostrum supérieure à celle retenue pour la Cession Ostrum.

La Cession Ostrum est subordonnée à :

- l'obtention d'autorisations réglementaires ;
- la prolongation au 31 décembre 2030 des accords commerciaux en vigueur entre, d'une part, Ostrum et LBP et, d'autre part, Ostrum et CNP.

En outre, des engagements de non-concurrence sont prévus entre les parties signataires du Protocole et leurs filiales.

La Cession Ostrum n'est pas finalisée à la date du Rapport²⁰¹.

6.3. Cession AEW

6.3.1. Présentation d'AEW

AEW est un des leaders européens du conseil en investissement immobilier, gérant un total de 36,6 Md€ d'actifs au 30 juin 2021, qui se répartissent entre :

- les produits *retail* (SCPI et OPCI) à destination du grand public²⁰² ;

²⁰¹ Source : États financiers consolidés du Groupe BPCE au titre de l'exercice 2021 : « Les accords définitifs devraient être conclus au 1^{er} semestre 2022, après obtention des autorisations nécessaires auprès des autorités compétentes et après une procédure d'information consultation des instances représentatives du personnel. »

²⁰² Environ 20% des encours sous gestion.

- les fonds et mandats à destination des clients institutionnels²⁰³.

AEW distribue ses produits :

- dans trois réseaux bancaires²⁰⁴ ;
- sur les principales plateformes d'assurance ;
- par des conseillers en gestion de patrimoine partenaires.

6.3.2. Objet de la Cession AEW

Le capital social de AEW se divise en 283.764 actions réparties entre :

- 170.259 actions de catégorie A disposant des mêmes droits que les actions ordinaires, avec en complément un dividende précipitaire associé aux commissions de performance perçues par les filiales d'AEW de la part de véhicules d'investissements listés dans les statuts ;
- 113.505 actions ordinaires de catégorie B.

Structure du capital - AEW

	Actions A	Actions B	Total	% capital	% DV
LBP		113 505	113 505	40,0%	40,0%
NIM	170 257		170 257	60,0%	60,0%
Autres	2		2	0,0%	0,0%
Total	170 259	113 505	283 764	100%	100%

Le Protocole prévoit l'acquisition par NIM de l'intégralité de la participation de LBP au capital d'AEW, soit 113.505 actions, lui permettant de détenir à l'issue de l'opération la quasi-intégralité du capital d'AEW.

6.3.3. Modalités de la Cession AEW

Le prix de cession de 120 M€ prévu au Protocole serait définitif et ne ferait l'objet d'aucun ajustement, sauf dans les cas suivants :

- une réduction du prix :
 - en raison d'une fin anticipée des contrats commerciaux, dont le contrat cadre de gestion d'actifs en vigueur entre AEW et CNP ;
 - en cas de révocation d'AEW en tant que directeur général et société de gestion de l'OPCI Immo Diversification ;
- un droit de suite de 18 mois pour LBP en cas d'opérations subséquentes réalisées par NIM lui permettant de retirer une valeur pour AEW supérieure à celle retenue pour la Cession AEW.

En outre, des engagements de non-concurrence sont prévus entre les parties signataires du Protocole et leurs filiales.

²⁰³ Environ 80% des encours sous gestion.

²⁰⁴ Caisse d'Épargne, Banques Populaires et LBP.

La Cession AEW est subordonnée à :

- l'obtention d'autorisations réglementaires ;
- la prolongation jusqu'au 31 décembre 2030 des accords commerciaux en vigueur entre AEW et ses partenaires LBP et CNP.

La Cession AEW n'est pas conclue à la date du Rapport²⁰⁵.

6.4. Consolidation des Accords

Le renforcement et la pérennisation des partenariats industriels et des accords commerciaux en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers entre LBP et BPCE s'appuient principalement sur la prolongation jusqu'au 31 décembre 2030, aux conditions financières actuellement en vigueur, des contrats suivants :

- S'agissant des relations entre Ostrum et LBP :
 - LBP *Distribution Agreement* relatif à la commercialisation des fonds Ostrum *via* le réseau de LBP conclu entre LBP AM, NIM et LBP ;
 - accord de prestations de service au profit de LBP AM relatif au programme de migration et d'intégration IT *front-to-back* ;
 - accord de prestations de services ISR rendus par LBP AM au titre de la gestion des actifs et des portefeuilles en conformité avec les normes ISR applicables à Ostrum.
- S'agissant des relations entre Ostrum et CNP :
 - convention cadre intégrant le mandat de gestion du fonds général de CNP par Ostrum et le *Service Level Agreement* ;
 - accord cadre relatif à la pérennisation des investissements de CNP dans les fonds ouverts ou dédiés d'Ostrum, étant précisé qu'il n'existe aucun engagement de volume, ni tarifaire de CNP quant à ses investissements dans les fonds d'Ostrum.
- S'agissant des relations entre AEW et LBP :
 - convention de commercialisation des parts de SCPI et d'actions d'OPCI *via* le réseau de LBP²⁰⁶ ;
 - convention de présentation de clientèle relative aux investisseurs institutionnels clients de LBP.
- S'agissant des relations entre AEW et CNP :
 - contrats cadre de gestion d'actifs ;
 - conventions de gestion immobilière d'actifs immobiliers ;
 - conventions de placement de parts de SCPI et OPCI ;
 - un engagement de CNP de ne pas prendre d'initiative ou d'inciter les autres parties à des clubs deals ayant pour conséquence d'écarter AEW en tant que société de gestion.

²⁰⁵ Source : États financiers consolidés du Groupe BPCE au titre de l'exercice 2021 : « Les accords définitifs devraient être conclus au 1^{er} semestre 2022, après obtention des autorisations nécessaires auprès des autorités compétentes et après une procédure d'information consultation des instances représentatives du personnel. »

²⁰⁶ Intégrant notamment le réseau de BPE, filiale de LBP.

6.5. Consolidation du Partenariat CNP/BPCE

LBP et BPCE sont convenus que des discussions auraient lieu entre CNP et BPCE sur les accords conclus entre BPCE et Natixis Assurances, d'une part, et CNP, d'autre part, en matière d'épargne retraite, d'assurance des emprunteurs, de prévoyance et de santé collective, avec pour projet notamment²⁰⁷, dans le maintien des grands équilibres du partenariat :

- une prolongation de ces accords du 31 décembre 2030 au 31 décembre 2035 ;
- une modification de la répartition de la coassurance de l'assurance collective des emprunteurs à partir du 1^{er} janvier 2031 au bénéfice de BPCE pour les nouvelles générations de prêts coassurés.

Les négociations entre CNP et BPCE devront avoir été finalisées au plus tard le 30 septembre 2023. Dans l'hypothèse où celles-ci n'auraient pas abouti à cette date, les conditions du partenariat actuellement en vigueur resteraient inchangées.

Ainsi, dans la mesure où nous ne disposons pas à ce jour des nouvelles dispositions contractuelles applicables à compter du 1^{er} janvier 2031, nous avons tablé dans l'ensemble de nos travaux d'évaluation sur un maintien des accords avec des modalités identiques à celles actuellement en vigueur.

6.6. Appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes

6.6.1. Principales diligences effectuées

L'analyse des Accords et Opérations Connexes a été menée comme suit :

- nous nous sommes assurés que le Prix de l'Offre était identique au prix de la Cession de Bloc et que le Droit de Suite n'était pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre BPCE et les autres actionnaires de CNP ;
- en ce qui concerne la Cession Ostrum et la Cession AEW, qui ne sont pas encore réalisées, nous avons :
 - examiné les rapports établis le 15 décembre 2021 par l'expert indépendant désigné par LBP, qui attestent du caractère équitable du prix de transaction pour les actionnaires de (i) LBPAM Holding dans le cadre de la Cession Ostrum et (ii) LBP dans le cadre de la Cession AEW ;
 - eu un entretien avec la direction d'Ostrum et d'AEW, au sujet notamment des données prévisionnelles utilisées par l'expert indépendant désigné par LBP pour la réalisation de ses travaux ;
 - vérifié que les prix de transaction de la Cession Ostrum et de la Cession AEW s'inscrivaient bien dans la fourchette de valeurs issue de nos travaux d'évaluation multicritère d'Ostrum et d'AEW ;

²⁰⁷ Une modification d'autres paramètres sera à convenir autant que nécessaire pour parvenir à l'objectif recherché.

- en ce qui concerne la Consolidation des Accords et la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE, qui sont à ce stade à l'état de projet, nous avons :
 - pris connaissance des modifications envisagées sur les accords actuellement en vigueur et, pour ce qui concerne la Consolidation du Partenariat CNP/BPCE, les termes et conditions envisagés de la négociation à venir ;
 - vérifié que les modifications actuellement exposées dans le Protocole n'auraient pas d'impact conduisant à réviser à la hausse la valeur de CNP ;
 - obtenu la confirmation auprès de LBP et CNP de l'absence de modifications substantielles des relations contractuelles courantes avec LBP et le Groupe BPCE, pouvant bénéficier favorablement à CNP et qui n'auraient pas été intégrées dans le Plan Stratégique ;
 - considéré un maintien des accords actuellement en vigueur dans l'ensemble de nos travaux d'évaluation ; nous n'avons donc apporté aucune modification qui pourrait être favorable ou défavorable à CNP.

Nous avons obtenu par ailleurs la confirmation auprès de LBP qu'il n'était pas envisagé à ce jour de modifications substantielles de ses relations contractuelles courantes avec le Groupe BPCE, pouvant bénéficier favorablement à BPCE, et assimilables ainsi à un complément de prix octroyé par LBP à BPCE.

6.6.2. Synthèse

Nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

7. Perception de l'Offre par les Actionnaires Minoritaires

Par un communiqué de presse du 18 novembre 2021, CNP a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site Internet le 6 décembre 2021.

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'actionnaires minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF.

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère, dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, les Actions non présentées à l'Offre par les Actionnaires Minoritaires de CNP ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que :

- les CMPV, notamment ceux constatés sur les « *60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre*²⁰⁸ », et les cours cible des analystes à la date de l'annonce de l'Offre, se situent en net retrait par rapport au Prix de l'Offre (§ 4.3.1 et § 4.3.3) ;
- la valeur fondamentale de l'Action au travers de son évaluation intrinsèque (DDM) sur la base du Scénario Central ou de son évaluation analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables), confirme l'existence d'une prime induite par le Prix de l'Offre sur l'ensemble des méthodes de valorisation mises en œuvre (§ 4.7) ;
- les analyses de sensibilité menées avec les scénarii alternatifs confirment que le Prix de l'Offre reflète une valeur de l'Action fondée sur une anticipation de rehaussement des taux d'intérêt et un objectif de CAC 40 à un niveau élevé. Les scénarios qualifiés de *stress test* affichent une valeur de l'Action en net retrait par rapport au Prix de l'Offre (§ 4.5.1.3).

Par ailleurs :

- aucune opération n'a été réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des 18 derniers mois à un prix supérieur au Prix de l'Offre²⁰⁹ ;
- nous avons obtenu la confirmation que :
 - comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attend pas de synergies de coûts du fait de l'Offre (§ 2.3.1) ;
 - l'Initiateur n'a reçu aucune offre sur les titres de la Société à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;
 - l'Initiateur n'a pas prévu de modifications substantielles de ses relations contractuelles courantes avec le Groupe BPCE, pouvant bénéficier favorablement à BPCE, et qui pourraient s'assimiler à un complément de prix octroyé à BPCE.

²⁰⁸ Article 2 de l'instruction AMF n°[2006-07](#).

²⁰⁹ Article 2 de l'instruction AMF n°[2006-07](#).

Les Accords et Opérations Connexes n'empportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 6).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'actionnaires minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF (§ 7).

9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de CNP dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 6 avril 2022

LEDOUBLE SAS

Sébastien SANCHO

Associé

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Présentation des Transactions Comparables	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



Ledouble SAS
A l'attention de Madame Agnès Piniot
et de Monsieur Sébastien Sancho
8, rue Halévy
75009 Paris

La Présidente du Conseil d'Administration

Paris, le 1^{er} décembre 2021

Chère Madame, cher Monsieur,

CNP Assurances (la « **Société** »), partie intégrante du grand pôle financier public qui comprend notamment la Caisse des Dépôts et Consignations, La Poste et La Banque Postale, est une société contrôlée par La Banque Postale au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce. CNP Assurances est un groupe français de dimension internationale dans les métiers de l'assurance, la co-assurance et la réassurance, qui conçoit des solutions de prévoyance et d'épargne innovantes qui s'adaptent aux différents modes de distribution de ses partenaires et aux besoins des clients de chaque pays où le groupe est présent. Les actions CNP Assurances sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris.

La Banque Postale a annoncé le 28 octobre 2021 son intention d'acquérir la participation de 16,1 % du groupe BPCE dans le capital de CNP Assurances au prix de 21,90 euros par action (dividende attaché) et de déposer une offre publique d'achat simplifiée des actions de CNP Assurances qu'elle ne détiendra pas au même prix. La Banque Postale a précisé que si elle venait à détenir plus de 90 % du capital et des droits de vote de CNP Assurances, elle solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* composé des administrateurs indépendants constitué en son sein, vous a désigné le 18 novembre 2021 en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») et de l'article 1 de l'instruction n° 2006-08 de l'AMF.

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 261-1 I¹, 4² et II³ du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Elle devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire et de rendre son avis motivé.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société, du comité *ad hoc* et de l'initiateur, le ou les établissement(s) présentateur(s) de l'offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société et de l'initiateur ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget, plan d'affaires pluriannuel) et des aspects spécifiques liés aux métiers exercés par la Société ;
- la détermination et la mise en œuvre de l'évaluation multicritère des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux des établissements présentateurs de l'offre ;
- l'analyse de l'incidence des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- l'élaboration de votre rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisés et admises par l'AMF pour valoriser une société d'assurance-vie comme CNP Assurances.

Nous nous engageons à ce que vous soit fourni un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission qui sont en la possession de CNP Assurances, étant précisé qu'un certain nombre de données devront être également fournies par l'initiateur.

¹ La Société étant contrôlée par La Banque Postale, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

² Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre.

³ Dans la perspective du retrait obligatoire, dans le cas où La Banque Postale viendrait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Calendrier

Le calendrier provisoire actuel de l'offre prévoit un dépôt auprès de l'AMF de la note d'information de La Banque Postale vers la fin du premier trimestre 2022 et un dépôt ensuite de la note en réponse de la Société dans les délais réglementaires.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

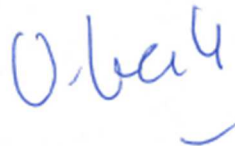
Conflit d'intérêts

Nous avons compris que Ledouble, Agnès Piniot et Sébastien Sancho sont indépendants des sociétés concernées par l'opération ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF prise en application du livre II du règlement général de l'AMF.

Budget

Il est convenu que vos honoraires seront acquittés par la Société

Je vous prie de croire, chère Madame, cher Monsieur, en l'expression de ma considération distinguée.



Véronique Weill
Présidente du conseil d'administration

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

> Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et des Établissements Présentateurs
- Examen des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Étude de marché et du positionnement de CNP
- Étude de l'évolution historique du cours de l'Action et des cours de bourse des Comparables Boursiers
- Requêtes documentaires
- Analyse des Accords et Opérations Connexes

> Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe
- Analyse des comptes consolidés annuels de la Société et des performances du Groupe (2017 à 2021)
- Exploitation des notes d'analystes
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation des réponses aux requêtes documentaires
- Analyse détaillée et modélisation du Plan Stratégique ainsi que des scénarii alternatifs
- Constitution de panels de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Analyse des Accords et Opérations Connexes et évaluation d'Ostrum et de AEW
- Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation (DDM)

> Élaboration du Rapport

- Réunions physiques et à distance et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission de lettres de représentation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

> Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 700 000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission, qui correspond à une enveloppe d'environ 2.800 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Novembre 2021

- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (18 novembre 2021)
- Analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action
- Exploitation des informations comptables et financières de la Société
- Requêtes documentaires
- Rédaction de la lettre de mission

> Décembre 2021

- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad-Hoc, les représentants de La Banque Postale et des Conseils
- Examen du corpus juridique de l'Offre
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Exploitation des notes d'analystes sur les assureurs européens
- Accès à la *data room* de la Société et de l'Initiateur

> Janvier 2022

- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad-Hoc, les représentants de La Banque Postale et des Conseils
- Requêtes documentaires complémentaires
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Évaluation d'Ostrum et de AEW

> Février 2022

- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad-Hoc, les représentants de La Banque Postale et des Conseils
- Examen du Plan Stratégique et des scénarii alternatifs
- Revue des comptes consolidés de l'exercice 2021
- Revue des informations juridiques de la Société
- Mise en œuvre de l'Évaluation Multicritère
- Requêtes documentaires complémentaires
- Rédaction du projet de Rapport
- Réunions avec les représentants d'Ostrum et de AEW
- Examen des rapports d'évaluation des Conseils et des Établissements Présentateurs

> **Mars 2022**

- Réunions et entretiens avec les membres du Comité Ad-Hoc et les représentants des Établissements Présentateurs
- Examen du Projet de Note d'Information
- Levée des suspens
- Finalisation du projet de Rapport
- Revue qualité
- Réception des lettres de représentation de la Direction et de l'Initiateur
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse

> **Avril 2022**

- Réunions et entretiens avec les membres du Comité Ad-Hoc
- Mise à jour des paramètres financiers de l'Évaluation Multicritère
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc puis au Conseil d'Administration du 7 avril 2022 avant le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

➤ Société

CNP

▪ Stéphane DEDEYAN	Directeur Général
▪ Thomas BEHAR	Directeur Financier Groupe
▪ Emmanuelle ROUX	Directrice Stratégie Corporate
▪ Stéphane Le MER	Responsable du département prudentiel
▪ Marie-Aude THEPAUT	Directrice du Pilotage et de la Performance
▪ Valérie MARIE	Responsable Contrôle de Gestion
▪ Nicolas WIERZBICKA	M&A & Stratégie Corporate
▪ Corinne FOY	Secrétaire du Conseil d'Administration

Comité Ad Hoc

▪ Véronique WEIL	Présidente du comité Ad Hoc
▪ Amélie BREITBURD	Membre du comité Ad Hoc
▪ Marcia CAMPBELL	Membre du comité Ad Hoc
▪ Laurence GUITARD	Membre du comité Ad Hoc
▪ Chahan KAZANDJIAN	Membre du comité Ad Hoc
▪ Stéphane PALLEZ	Membre du comité Ad Hoc
▪ Rose-Marie VAN LEBERGHE	Membre du comité Ad Hoc

Actuaire de la Société - Milliman

▪ Bertrand LESPINASSE	Principal
-----------------------	-----------

➤ Initiateur

La Banque Postale

▪ Olivier LEVY-BAROUC	Directeur Général Adjoint Finance et Stratégie
▪ Bodgan FITERAU	Directeur M&A
▪ Paul-Eric LACOURTE	Directeur Adjoint M&A - Assurance

➤ Conseils juridiques

Conseil juridique de l'Initiateur - BDGS Associés

▪ Jean-Emmanuel SKOVRON	Associé/Fondateur
-------------------------	-------------------

Conseil juridique de l'Initiateur - Darrois Villey Maillot Brochier

▪ Jean-Michel DARROIS	Associé/Fondateur
▪ Pierre CASANOVA	Associé

Conseil juridique du Comité ad hoc - Viguié Schmidt & Associés

▪ Yves SCHMIDT	Associé
▪ Tanguy GRIMALD	Avocat

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

Conseil juridique de la Société - De Pardieu Brocas Maffei

- Guillaume TOUTTEE Associé
- Raphaëlle de GABRIELLI Avocat

➤ Conseils financiers

Conseil financier de l'Initiateur - Ricol Lasteyrie

- Jean-Charles de LASTEYRIE *Founding Partner*
- Laurent MIANNAY *Business Partner*

Conseil financier du Comité ad hoc - Lazard

- Jean-Louis GIRODOLLE *CEO Lazard France*
- Corso BAVAGNOLI *Associé Gérant – FIG*
- Raphaël ROCH-CHARDET *Gérant – FIG*
- Othmane DRHIMEUR *Associate – FIG*
- Ryan OULD *Analyste – FIG*

Conseil financier de la Société – J.P. Morgan

- Laurent NEVI *Managing Director*
- Joel CHAPELLIER *Head of FIG France & Benelux*
- Pierre-Alexis SCHIEPAN *Executive Director – FIG*

➤ Établissements Présentateurs

Barclays

- Yann KRYCHOWSKI *Managing Director*
- Jérémie RENAUDIN *Managing Director*

Morgan Stanley

- Frédéric PROUST *Managing Director*

➤ Autres

AEW

- Rob WILKINSON *Directeur général*
- Pierre-Emmanuel JUILLARD *Directeur financier*

Ostrum

- Philippe SETBON *Directeur général*
- Jérôme DEPRET *Directeur financier*

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Documentation juridique relative aux Accords et Opérations Connexes

Informations financières

- Rapports de valorisation des conseils financiers
- Rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
- *Fairness opinion* sur AEW et Ostrum

➤ Documentation relative à CNP

Informations juridiques

- Kbis
- Statuts
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration (2020 à 2022)
- Procès-verbal d'Assemblée Générale (2021)
- Répartition du capital et des droits de vote
- Organigramme
- Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées en vigueur au 31 décembre 2021
- Synthèse des conventions courantes au 31 décembre 2021
- Communiqués de presse
- Synthèse des principaux litiges en cours et des passifs éventuels
- État des privilèges et nantissements

Informations comptables

- Documents d'enregistrement universel (2020 et 2021) et documents de référence (2014 à 2019)
- Rapports MCEV (2000 à 2021)
- Détail des tests d'*impairment* réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés au 31 décembre 2021
- Ventilation des déficits activés et non activés par entité au niveau du Groupe
- Détail des intérêts minoritaires au 31 décembre 2021
- Compte rendu du Comité d'audit au titre de l'exercice 2021

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations financières

- Plan Stratégique 2021-2030 présenté et approuvé par le Conseil d'Administration
- Analyses de sensibilité du Scénario Central réalisés par CNP à notre demande pour illustrer la déformation du Scénario Central dans des environnements macro-économiques différents
- Autres scénarii alternatifs
- Suivi de l'exécution budgétaire (2020 à 2021)
- Études des économistes/experts et conseils de CNP sur les hypothèses macro-économiques retenues dans le cadre de l'établissement du Plan Stratégique

> Documentation sectorielle et financière

- Betaville, note du [25 octobre 2021](#)
- Conjuntura CNseg, N°65, [25 février 2022](#)
- EY, [2020 Brazil Insurance Outlook](#)
- Fédération Française de l'Assurance « Données clés 2020 », [30 juin 2021](#)
- France Assureurs, Communiqué de presse, [3 février 2022](#)
- Insurance Europe, « Database » [Mars 2021](#)
- L'argus de l'assurance, « Classement 2021 de l'assurance vie », [18 juin 2021](#)
- OECD, Consumer Prices, [3 février 2022](#)
- Re sigma N° 3/2021, [14 juillet 2021](#)
- Sincor SP, « Ranking das Seguradoras », [2017 à 2020](#)
- Swiss Re sigma N° 5/2021, [17 novembre 2021](#)

> Sites d'informations²¹⁰

Parties prenantes à l'Offre

- CNP Assurances, <https://www.cnp.fr/>
- La Banque Postale, <https://www.labanquepostale.fr/>

Comparables Boursiers

- Ageas, <https://www.ageas.com/>
- ASR Nederland, <https://www.asrnl.com/>
- Generali, <https://www.generalifir/>
- NN Group, <https://www.nn-group.com/>

²¹⁰ Liens Web au 6 avril 2022.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>
- FMI, <https://www.imf.org/fr/home>
- Legifrance, <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- OECD, <https://www.oecd.org/fr/>

> Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2016 à 2021) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

➤ **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'Ordre des Experts Comptables

➤ **Sébastien SANCHO, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine
- Certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV

➤ **Jonathan NILLY, Directeur de mission**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV

➤ **Benjamin DUSAUTOIR, Responsable de mission**

- ESSEC Business School – Master Finance
- SKEMA Business School

➤ **Valentin BRU, Responsable de mission**

- KEDGE Business School – Master Spécialisé (MSc) Corporate Finance
- IAE Paris Sorbonne – Master Finance

➤ **Erwan BOBIN, Analyste**

- NEOMA Business School – Master en Finance d'Entreprise

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

Olivier CRETTE n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 10**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE²¹¹

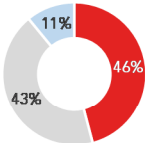
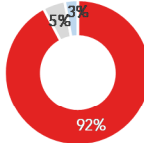
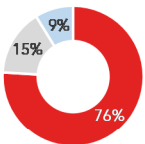
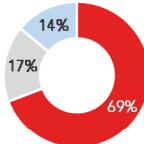
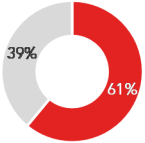
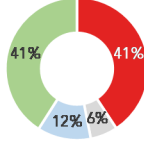
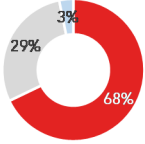
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley & Co International, Natixis et Société Générale
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

²¹¹ Depuis 2016.

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS²¹²

Descriptif des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Capi. boursière 3m (M€)	RNPG 2021 (M€)	Ratio de solvabilité 2021	Répartition du résultat d'exploitation par activité en 2021	Répartition du résultat d'exploitation par zone géographique en 2021
Generali		Assicurazioni Generali est une compagnie d'assurance italienne fondée en 1831. Elle emploie 72.600 personnes pour plus de 65 millions de clients à travers 22 pays.	29 018	2 847	227%	 - Vie - Non-Vie - Asset Management	 - Europe - Amérique - Asie
NN Group		NN Group est une compagnie d'assurance néerlandaise, créée en 2013 à la suite de la mise en bourse partielle des activités d'assurance d'ING Group. Le groupe opère avec ses 15.000 employés dans 19 pays auprès de 18 millions de clients.	15 014	3 278	213%	 - Vie - Non-Vie - Asset Management	 - Pays-Bas - Reste de l'Europe - Japon
Ageas		Créée en 1990 sous le nom de Fortis, puis renommée en 2010, Ageas est une société d'assurance belge présente dans 14 pays, qui revendique près de 37 millions de clients et emploie 45.000 personnes.	8 490	845	197%	 - Vie - Non-Vie	 - Belgique - Royaume-Uni - Reste de l'Europe - Asie
ASR Nederland		ASR Nederland est un groupe d'assurance néerlandais fondé en 1720. La société a été créée sous sa forme actuelle en 2008 lorsque les activités d'assurance ont été séparées de Fortis, après son acquisition par le gouvernement néerlandais. Ses opérations sont exclusivement réalisées aux Pays-Bas. Elle emploie près de 4.360 personnes pour 1,5 millions de clients.	5 673	942	196%	 - Vie - Non-Vie - Asset Management	 Pays-Bas

²¹² Sources : Rapports financiers des Comparables Boursiers, Bloomberg. Les capitalisations boursières sont exprimées au 31 mars 2022 en moyenne 3 mois.

ANNEXE 9 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES²¹³

Transactions Comparables

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% Acquis	P/E
23-févr.-21	Aviva France SA	France	Aema Groupe	100%	6,1 x
30-sept.-20	Rothsay Life	Royaume-Uni	Mass Mutual / GIC	36%	6,8 x
29-mars-18	Arca Vita	Italie	UnipolSai	63%	13,2 x
23-févr.-18	Standard Life Assurance	Royaume-Uni	Phoenix Group	100%	10,4 x
10-avr.-17	Eurovita Assicurazioni	Italie	Eurovita	78%	7,4 x
Médiane					7,4 x
Moyenne					8,8 x

²¹³ Source : Mergermarket, Sociétés, Presse.

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation de l'Action ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.

CNP ASSURANCES

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE LE CAS ÉCHÉANT D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE ADDENDUM À L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ EN DATE DU 26 AVRIL 2022

Le présent addendum à notre rapport d'expertise indépendante en date du 6 avril 2022 (le « **Rapport** ») est motivé par la réception de deux courriels par l'AMF.

Le rédacteur de ces courriels ne nous a pas contacté directement et sa qualité d'actionnaire de CNP Assurances ne nous a pas été confirmée.

Les points soulevés dans ces courriels ont déjà été traités dans notre Rapport et n'appellent pas d'observations complémentaires.

Par ailleurs, la direction de CNP Assurances nous a confirmé que l'estimation du ratio de solvabilité entre 235% et 245% à fin mars 2022, communiquée à l'Assemblée générale du 22 avril 2022, ne remettait pas en cause le plan d'affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration du 16 février 2022.

Dès lors, nous confirmons les résultats de nos travaux exposés dans le Rapport et nous réitérons, ci-après, l'attestation d'équité en conclusion :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de CNP dont les titres sont visés par l'Offre ».

Paris, le 26 avril 2022

LEDOUBLE SAS

Sébastien SANCHO

Associé

Agnès PINIOT

Présidente, Associée