

## ING: two becomes more than one

GEORGE HAY

### breakingviews.com

ING could be worth more as a pure bank. That wasn't what investors thought on October 26, when they knocked 18% off the Dutch bancassurer's share price on the news of the sale of the insurance arm, under orders from Brussels, and the launch of an E7.5bn rights issue. But this painful capital therapy could be good for the patient.

At Wednesday's E10 a share, ING is selling at just over 0.9 times the expected book value at the end of 2009. That E27bn in equity value for the whole group is substantially less than the E44bn sum of the capital reported for the group's two businesses, banking and insurance. The balance is made up of E10bn of state aid capital that acts as core Tier 1, plus E7bn of debt in the holding company which is allowed to act as insurance capital, part of the odd accounting for bancassurance.

That valuation could change after the group's two-stage restructuring. The rights issue will go to pay off half the government's capital, as well as a premium to the Dutch government and an extra E1bn to pay for insurance on its toxic Alt-A mortgage securities. ING has four years to get through the next stage. It needs to pay back the remaining E5bn of state capital, plus a suitable premium, and eliminate the E7bn of debt that counts as insurance capital. The total is likely to be something like E14bn. The insurance arm is in the books at E15bn, so ING needs to be able to sell it at something like book value to meet the bill. That shouldn't be too much to ask for a business that will make E1.9bn in annual net profits, according to broker KBW.

With the new equity and without the insurance complexity, ING should be valued like its main continental peers – BNP Paribas, Société Générale, KBC – retail banks with strong domestic franchises and limited exposure elsewhere. Putting KBW's estimated E4.4bn of profits on a forecast sector multiple of 7.5 would value the bank at E33bn.

After adjusting for the rights issue, that suggests an ING share price of roughly E12. Even after Wednesday's 7% increase on appealing third-quarter results, that's still almost a 20% gain. The uncertainty of the enforced sales and the rights issue might justify an uncertainty discount. But the bank's strong ING Direct branchless arm and a punchier sale price for insurance could mean the risk is, if anything, to the upside. ■

### RECTIFICATION

A propos de l'article, «Le modèle Eboutic de la vente privée en ligne», l'Agefi du 10 novembre 2009

Une erreur s'est glissée dans notre article consacré au site de vente privée en ligne Eboutic paru dans notre édition de mardi. En ce qui concerne la fréquentation du site, il fallait lire «Eboutic se place devant LeShop et La Redoute avec 600.000 visites mensuelles», et non 600.000 visites annuelles.

# Des déchets nucléaires au tout solaire

Le peuple se prononcera le 29 novembre sur la prolongation d'exploitation de la centrale de Mühleberg. Ce scrutin relance l'éternel débat nucléaire.

Les consommateurs vaudois, sans exception, sont alimentés en moyenne annuelle à hauteur de 40% par de l'électricité d'origine nucléaire. Un taux qui dépasse souvent 60% pendant les mois d'hiver avec la contribution des réacteurs français. Et Mühleberg, de par sa situation aux portes du canton, joue un rôle irremplaçable dans cet approvisionnement. Ceci doit être dit. Mais comme il est difficile, dans une campagne nucléaire, de rappeler les faits essentiels! Quarante ans après les débuts de cette forme d'énergie, revient constamment, comme un mantra, la question: Oui, mais les déchets? «La faisabilité du stockage final des déchets nucléaires est établie», a déclaré le Conseil fédéral en 2006. Cette réponse, claire et nette, doit être prise en compte dans les débats.

Rappel: la gestion des déchets radioactifs comprend trois étapes. On les isole à la source, on les surveille activement après les avoir conditionnés et emballés hermétiquement et, enfin, on libère l'homme de la surveillance active en les enterrant à grande profondeur. Les points 1 et 2 sont réalisés quotidiennement depuis près de 40 ans par les exploitants de centrales suisses, avec une efficacité constamment vérifiée. Il n'y a eu aucun cas d'irradiation dangereuse lié à l'utilisation de l'énergie nucléaire au cours de cette période. Ces deux premières étapes garantissent à elles seules que la radioactivité des déchets ne peut affecter ni l'homme ni l'environnement. La 3e étape sera effective dès la construction de dépôts finaux dans des couches géologiques stables et profondes. Ces dépôts seront conçus de manière à ce que même si les dé-

chets devaient remonter à la surface, ce retour serait plus lent que la décroissance de la radioactivité. Autrement dit, une fois à ciel ouvert, le rayonnement subsistant ne présenterait plus le moindre danger.

Autre question qui revient constamment dans le débat: pourquoi ne pas passer directement à l'énergie solaire pour remplacer Mühleberg? Parce que le chemin du rêve à la réalité est incertain et sera dans tous les cas très long. A raison d'une irradiation solaire moyenne de 1000 watts par mètre carré et avec des durées d'insolation comprises entre 1750 et 3000 heures par année en Europe, la densité du flux solaire sous nos latitudes est de l'ordre de 200 à 350 W/m<sup>2</sup>. Même si toute l'énergie ainsi captée pouvait être directement convertie en électricité, elle n'alimenterait, par mètre carré de module photovoltaïque, que deux ampoules de 100 watts.

Mais c'est un chiffre théorique. Dans la pratique, il faut encore 9 mètres carrés pour alimenter une seule ampoule de 100 watts. Autrement dit, 20 millions de mètres carrés de capteurs seraient nécessaires pour remplacer la production de Mühleberg. Le prix? 25 milliards de francs au coût de fabrication actuel des modules. Question subsidiaire: comment ferait-on la nuit?

Conclusion: il faut poursuivre sans relâche la recherche dans les énergies renouvelables. Mais en gardant les pieds sur terre.

CLAUDINE AMSTEIN

Directrice de la CVCI



POURQUOI NE PAS PASSER DIRECTEMENT À L'ÉNERGIE SOLAIRE POUR REMPLACER MÜHLEBERG? PARCE QUE LE CHEMIN DU RÊVE À LA RÉALITÉ EST INCERTAIN ET SERA DANS TOUS LES CAS TRÈS LONG.

# Existe-t-il un modèle de business case pour le développement durable?

Voilà qui revient à identifier le lieu d'intersection entre les intérêts des actionnaires et ceux des autres parties prenantes (stakeholders) de l'entreprise. Là où profit et intérêt général se chevauchent.

JEAN-MARC BIGLER\*

Le développement durable étant de plus en plus considéré comme incontournable, nombreuses sont les entreprises qui se posent, à juste titre, la question du coût d'un engagement dans ce sens et donc de sa compatibilité avec une saine gestion.

Pour ne pas se bercer d'illusions et pour éviter que la prise en compte du développement durable ne pénalise l'entreprise, il est important de se demander s'il existe, en son sein, un business case pour le développement durable.

Un business case est un argumentaire permettant d'expliquer comment un projet, s'il est mis en œuvre, est susceptible de créer une valeur ajoutée pour l'entreprise.

Dès lors, un Business Case pour le développement durable doit permettre de déterminer un certain nombre de décisions et d'actions que l'entreprise aurait intérêt à prendre et à mener, parce qu'elles font sens en termes de business (chiffre d'affaire, retour sur investissement, profit, etc.), tout en permettant d'améliorer ses performances sociales et/ou environnementales.

Trouver un business case pour le développement durable revient à identifier le lieu d'intersection entre les intérêts des actionnaires et ceux des autres parties prenantes (stakeholders) de l'entreprise, là où profit et intérêt général se chevauchent. En d'autres termes, cela revient à trouver l'optimum entre intérêts financiers et déve-

loppement durable. Selon Andrew W. Savitz, un ancien partenaire de PwC, les compagnies les mieux dirigées sont celles qui essaient précisément de trouver cet optimum, de s'y diriger et de s'y maintenir. Pour ce faire, ces compagnies n'ont pas d'autres choix que d'inventer et de développer de nouvelles manières de faire du business.

Un tel business case permet non seulement de diminuer, voire d'éviter les risques, mais aussi de tirer avantage des opportunités qui se dessinent. Le développement durable peut offrir aux entreprises un avantage compétitif, les pousser à être plus cohérentes dans leur dessein, plus proactives que réactives, plus en phase avec leurs parties prenantes et avec les contraintes d'un monde fini, fermé sur lui-même.

En 2006, un rapport du World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) soulignait que «les compagnies qui se-

# La Suisse va bien. Prenons-la en exemple!

FRANÇOIS GARÇON\*

Se voulant sans doute ironique, un journaliste français visitant le Palais fédéral relevait récemment que le personnel politique suisse «sentait l'étable». Bref, à Berne, notre investisseur de passage avait rencontré des bovidés. Il lui avait échappé que les parlementaires suisses honoraient tous le mandat que leurs électeurs leur avaient confié, que les bestiaux en question parlaient couramment deux ou trois langues et, qu'à ce jour, aucun d'entre eux n'étaient l'objet d'enquêtes pour concussion ou prise illégale d'intérêt.

Le journaliste aurait aussi pu s'interroger sur la formidable résilience de l'économie suisse, presque une année après l'entrée en récession. Ici le taux de chômage plafonne à 4% quand il passé la barre des 10% aux Etats-Unis, plancher que les Français n'ont vraiment traversé qu'à coups de mesures dispendieuses dont ils ont le secret. Il est même jusqu'à l'hôtellerie suisse qui, en dépit d'une contraction économique sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, maintient ses positions antérieures! (...)

Quand Paul Krugman, Prix Nobel d'économie, suggère que la refonte du système de santé américain devrait s'inspirer du modèle suisse, étrangement son idée passe à la trappe dans les médias européens. Encore plus étrangement, au moins pour quelqu'un qui vit hors de Suisse, en Suisse même cette information est traitée avec discrétion. Imagine-t-on les coups de clairons et les cocoricos si Krugman avait célébré les systèmes de soins belges ou français!

Vu de l'étranger, la Suisse est un cliché. Ne se présente-t-elle du reste pas elle-même pas sous cet unique profil: des vaches, du fromage et des trains de montagne! En témoigne les campagnes de promotion vues

ici et là. Combien de fois faudra-t-il qu'Alinghi remporte la Coupe de l'America pour que se transforme l'image d'une Suisse qui ne serait qu'alpêtre au profit de ce qu'elle est d'abord: une puissance technologique et industrielle, emmenée par un patronat pragmatique dont les collaborateurs bénéficient d'un des meilleurs systèmes de formation au monde: public et gratuit.

Tout ça, au fond, les Suisses le savent. Mais au lieu de s'en réjouir, beaucoup, parmi les plus bruyants, s'en lamenteraient presque. Manque ici le sang et le cynisme qui, seuls, égayaient Cioran. D'autres, à l'imagination fertile, ruminent l'idée folle d'un conseil fédéral élu au suffrage direct, d'autres, sans jamais fournir un seul argument convaincant, militent pour une entrée de la Suisse dans l'UE. Qui croit une seconde qu'une Suisse dans l'UE pourrait faire porter sa voix? Qui serait donc disposé à l'écouter? (...)

La Suisse doit sa prospérité aux Suisses. Ce sont eux qui ont forgé les institutions politiques les plus complexes jamais inventées, ce sont eux qui les font tourner et les rafistolent quand besoin est. Ce pays, avec ses défauts qu'il convient de ne pas gommer, est un modèle. Le populisme qui peut ici librement s'exprimer, ce qui n'est pas le cas dans les pays voisins où il prospère pourtant, n'a pas empêché la Suisse d'être le pays le plus accueillant pour les étrangers et de le rester. Parce qu'elles sont trop sophistiquées pour des esprits bercés au mode binaire, ces institutions républicaines et démocratiques ne sont malheureusement pas parvenues à inspirer les hommes politiques des pays environnants qui continuent à inventer la roue carrée. Leur cécité obtuse et orgueilleuse n'est-elle pas une excellente raison de continuer à se méfier d'eux?

\* Université Paris 1 Panthéon Sorbonne

place un processus qui lui permette de rendre compte, à ses différentes parties prenantes, des performances qu'elle est parvenue à réaliser au niveau économique, social et environnemental et, surtout, de leurs incidences sur la valeur financière de ses activités.

La question, dès lors, n'est plus de savoir si l'entreprise doit intégrer le développement durable dans sa stratégie, mais plutôt comment l'intégrer et comment en rendre compte. ■

\* HEIG-VD, texte écrit en collaboration avec J. Goy, collaborateur scientifique. Organisateur du Forum sur le reporting économique, social et environnemental aujourd'hui à Yverdon.

LES ENTREPRISES NE SURVIVENT PAS DANS UNE SOCIÉTÉ QUI ÉCHOUE.