



Risque Retraites & CAC 40

Bilan 2005 : Le poids d'EDF

Pierre-Yves Gauthier Tel : 33-1 44 51 82 94 E-mail : py.gauthier@oddo.fr

Jing ZHANG Tel : 33- 1 44 51 83 78 E-mail : jzhang@oddo.fr

Janvier 2006

Retraites - Premier poste de risques du CAC 40

- Bilan 2005

- ▶ Montant des déficits à fin 2005 est de 63Md€ (5% de la capitalisation boursière, 9% des fonds propres)
- ▶ L'arrivée d'EDF- un événement majeur tant par la taille des engagements (17Md€, 27% du CAC 40) que par la singularité des accords IEG
- ▶ Le niveau d'information s'améliore avec les normes IFRS :
 - 39 sociétés donnent suffisamment de détail pour modélisations
 - contre 34 en 2004, 26 en 2003 et 20 en 2002

- Les risques n'ont pas disparu

- ▶ Côté passif – taux longs, tables de mortalité, croissance des salaires
- ▶ Coté actif – baisse de marché
- ▶ L'incertitude liée aux acquisitions de grande taille à l'international
 - Arcelor Mittal, Pernod Allied, Alcatel Lucent

Quels risques pour les entreprises, combien et comment

Quelques ordres de grandeur

	Déficit 2005 global corporate	Déficits principal indice	En % de la capitalisation	Déficit secteur public
États-Unis	450 Md\$	S&P 500 : 140 Md\$	12%	4 786 Md\$ ^[1]
Royaume-Uni	250-350 Md£ ^[2]	FTSE 100 : 192 Md£ ^[3]	26%	530 Md£ ^[4]
France	nd	CAC 40 : 62.7 Md€	9%	nd

[1] Selon l'estimation de Standard & Poors en juin 2006, les pensions des États sont sous financées à 286 Md\$, et les régimes fédéraux concernant les fonctionnaires et militaires sont sous financés de 4 500 Md\$...

[2] Extrapolation par le régulateur sur les entreprises de FTSE 350 selon la méthode "buy-out cost". Le déficit global estimé est de 50-100 Md£ selon les normes comptables FRS17.

[3] Estimation de Watson Wyatt au 1^{er} septembre 2006 sur la situation de fin juin 2005, selon la méthode "buy-out cost". L'estimation du déficit selon les normes FRS 17 est de 56.7 Md£.

[4] Ce chiffre correspond à la dernière communication du Trésor Britannique en mars 2005. L'estimation de Watson Wyatt en 2006 est de 960 Md£.

Pourquoi existe-t-il un risque retraite?

- ▶ Engagements donnés par les entreprises vis-à-vis de leurs salariés
- ▶ Les entreprises françaises sont concernées au travers de leurs filiales étrangères et des complémentaires pour cadres dirigeants
- ▶ Les seules engagements qui génèrent un risque sont les « prestations définies » : « vieilles industries », UK, USA, Allemagne, Pays Bas
- ▶ Comptablement: les IFRS ont conduit à une mise à plat des engagements généralement mal identifiés par les « local GAAP »
- ▶ Pratiquement : les actionnaires sont les assureurs des (futurs) retraités.

Rappel comptable : où trouver ces engagements dans les comptes

- Les risques retraites apparaissent sous la forme d'une provision au bilan
- Cette provision est en principe l'écart entre :
 - ▶ Valeur actuarielle des engagements (Passifs, "Projected Benefit Obligation", "PBO") : ce qui est dû aux salariés / retraités
 - ▶ Valeur actuelle des fonds en couverture de ces engagements (actifs, "Plan Assets", "fonds de pension")

Les engagements sont une valeur actuarielle :

- ▶ Sensibles aux: taux d'actualisation & taux de croissance des salaires & longévité
- ▶ soit non couverts (technique "allemande" du "unfunded", "non financé")
- ▶ soit couverts par un fonds dédié (modèle UK/US du "funding", "financé" par un fonds de retraite)

Rappel comptable : Déficit brut vs. Provision nette

Simplement :

Engagements (Passifs, « Obligations », ou « PBO »)

- Fonds de pension (« Actifs » ou « Plan value ») ou Assurance

= Déficit BRUT  Provision

Quoique : un petit peu plus de comptabilité

Deficit BRUT

- Ecart actuariels non reconnus

= Déficit NET

= Provisions inscrites au bilan

Rappel comptable : Écarts actuariels non reconnus

Écarts actuariels non reconnus (FAS 87 ou IAS 19)

- ▶ Déforment la reconnaissance des risques (les écarts actuariels)
- ▶ Repoussent dans le futur la constatation de tendances de fond de l'économie
- ▶ Alourdissent les charges annuelles par l'amortissement des pertes actuarielles non reconnues

Les IFRS offrent l'option d'une reconnaissance totale

- ▶ Une option de « riches » cependant, car les comptes consolidés sont directement impactés par la totalité des déficits

Un RUSH des fonds de pension vers l'obligataire

Le mouvement des fonds de pension vers les obligations date de 2003. Pourquoi un rush aujourd'hui?

- ▶ Durcissement du contexte réglementaire: **depuis le 4Q/05**, mouvement non coordonné
 - USA, UK, Hollande
- ▶ Durcissement des conditions d'évaluation
 - Discount rate désormais fonction du marché: « souverain 10 ans »
 - Tables de mortalité mises à jour
- ▶ Durcissement des outils comptables
 - Refonte des normes (FASB 87, IFRS phase 2)
 - Pression du « mark to market » dans l'évaluation des engagements des entreprises
 - Accroissement mécanique de la volatilité des résultats
- ▶ Une unique solution pour les fonds de retraite : gérer en « ALM », privilégier l'obligataire, faire vite

Mouvements réglementaires, donc non coordonnés

Deux aspects essentiels : origine réglementaire et mouvements non coordonnés

- ▶ Le durcissement des modes de calcul des déficits est une **donnée réglementaire**
 - Elle s'impose à tous sans considération de timing à l'instar du respect des ratios prudentiels par les assureurs
- ▶ Réglementaire = local = œillères
 - Les choix de systèmes de retraite correspondent à des choix profondément locaux (dimension politique et sociale, incitations fiscales)
 - Or la désintégration des systèmes à prestations définies est principalement d'origine systémique (dynamique de taux, longévité, dégonflement de la bulle)
 - Les correctifs locaux, voire sur-réactions politiques (plus de « prudentiel ») ignorent les impacts globaux : création d'aberrations de marché.

Les conséquences de ces durcissements

- ▶ Colossal déséquilibre des marchés obligataires & impact sur marchés financiers
 - Pression baissière sur les taux longs : une demande équivalente à 10% du stock mondial d'obligations souveraines
 - Inversion (durable) de la courbe des taux (UK notamment)
 - Cessions des positions en actions liquides (« big caps »): inversion de la courbe des P/Es
- ▶ Périls accrus pour les industries/sociétés concernées
 - Déficits supérieurs aux conventions IFRS 2005 (2X? ; 3X?)
 - Actionnaires appelés en renfort des retraités: augmentations de capital ou + de dettes
 - Réévaluation des *gearings* réels, fragilisation des bilans donc des stratégies
 - Volatilité des résultats
- ▶ Tensions sociales et politiques : contrats rompus? Substitution de la collectivité?

Retraites & CAC 40 : inventaire 2002-2006

Meilleure reconnaissance, grâce aux IFRS

En Md€	2002	2003	2004	2004 pro forma 2005	2005	2006e
Nb de sociétés	20	26	34		39	39
Déficits bruts (a)	26	32.6	38		53.1	57.8
Pertes act. non reconnues (b)	13.4	13.4	14.8	-	3.7	10.2
Provisions (c)	14.7	22	25	+	51	50.6
a-b-c	-2.1	-2.8	-1.8		-1.6	-2.5

Lecture:

- meilleure transparence : nombre accru de sociétés qui donnent suffisamment de détail pour modélisations
- effort de reconnaissance : le provisionnement relevé compte tenu de la reconnaissance du stock de pertes actuarielles non reconnues.

Taux d'actualisation et taux longs

Année	Zone Euro -10 ans Moyenne annuelle	Moyenne de taux d'actualisation appliqués	Δ
2000	5.26	nd	nd
2001	4.81	nd	nd
2002	4.79	5.61	0.82
2003	4.09	5.39	1.30
2004	4.06	4.97	0.91
2005	3.35	4.49	1.14
2006	4.0*	4.78 **	0.78

*estimation Oddo Securities

**hypothèse Oddo Securities

Lecture: Les taux d'actualisation des engagements de retraite doivent être ancrés sur les taux longs. Le degré de précision des attentes des régulateurs au sein des différents pays est variable. Mais la tendance est bien établie qui veut rattacher le taux d'actualisation à une situation de marché. L'esprit des IFRS va dans le même sens.

Déficit brut et provision nette (2004 - 2006e)

Société	(Déficit) brut (M€)			Provisions nettes 2005(M€)	Déficits / Capi 2006	Déficit /Fonds propres 2006
	2004	2005	2006e			
EDF	-12 405	-17 113	-16 190	-14 572	-19%	-69%
EADS	-4 540	-5 128	-4 804	-4 006	-26%	-32%
Sanofi-aventis	-3713	-4 075	-3 721	-3 252	-4%	-7%
AXA	-3 439	-4 031	-3 794	-6 654	-7%	-8%
Total	-2 755	-3373	-3 096	-2 430	-3%	-7%
Saint-Gobain	-2 567	-3 158	-3 655	-2 851	-18%	-27%
Suez	-2 787	-2 908	-2 038	-2 579	-5%	-10%
Michelin	-1 458	-1 699	-2 094	-1 039	-30%	-42%
Arcelor	-1 806	-1 580	-1729	-1431	-7%	-9%
Alstom	-1 429	-1 433	-1 773	-405	-19%	-81%
...
Accor	-53	-152	-150	-152	-2%	-3%
STMicroelectronics	-105	-129	-98	-56	-1%	-1%
Essilor	-100	-114	-151	-91	-2%	-8%
Gaz de France	43	140	171	140	1%	1%
Somme	-53 698	-63 335	-57 861	-55 620		
Moyenne	-1 377	-1 607	-1 484	-1 409	-5%	-9%

Sensibilité aux taux d'actualisation

Société	Projection au taux Composite Oddo			Projection au taux Composite Oddo moins 0.5%		
	(Déficit) brut 2006e (€m)	Déficit/Fonds propres 2006	Déficits/Capi 2006	(Déficit) brut 2006e (€m)	Déficit/Fonds propres 2006	Déficits/Capi Boursière 2006
Alstom	-1 773	-81%	-19%	-2 273	-104%	-24%
EDF	-16 190	-69%	-19%	-18 628	-80%	-22%
Michelin	-2 094	-42%	-30%	-2 763	-55%	-40%
EADS	-4 804	-32%	-26%	-5 337	-35%	-29%
Saint-Gobain	-3 655	-27%	-18%	-4 571	-33%	-23%
Capgemini	-680	-22%	-13%	-872	-28%	-17%
Thomson	-473	-20%	-14%	-539	-23%	-16%
Air Liquide	-1 172	-17%	-6%	-1 361	-20%	-7%
Suez	-2 038	-10%	-5%	-2 488	-12%	-6%
Veolia						
Environnement	-598	-10%	-4%	-741	-12%	-4%
...
Laqardère	-122	-2%	-2%	-152	-3%	-2%
LVMH	-246	-2%	-1%	-305	-3%	-1%
Société Générale	-632	-2%	-1%	-892	-3%	-2%
Vivendi	-514	-2%	-2%	-644	-3%	-2%
BNP-Paribas	-615	-1%	-1%	-844	-2%	-1%
Crédit Agricole	-444	-1%	-1%	-566	-2%	-1%
STMicroelectronics	-98	-1%	-1%	-126	-1%	-1%
Gaz de France	171	1%	1%	18	0%	0%
Somme	-57 861			-70 577		
Moyenne	-1 484	-9%	-5%	-1 810	-11%	-6%

« Cash costs » : contributions employeur

Société	Contribution employeur 2004(M€)	Contribution employeur 2005(M€)	Contribution employeur 2006e(M€)	Engagements financés 2005(M€)	EBITA 2005(M€)	Contribution/ engagements financés 2005	Contribution/ EBITA 2005
Capgemini	30	57	39	1 888	214	3%	27%
Alstom	99	112	112	3 702	528	3%	21%
Saint-Gobain	236	331	114	7 476	2 652	4%	12%
EDF	n.a.	778	0	5 875	8 078	13%	10%
Michelin	212	174	76	5 931	1 780	3%	10%
Suez	509	328	194	5 469	3 751	6%	9%
Alcatel	84	80	9	2 426	1 139	3%	7%
L'Oréal	133	150	13	1 495	2 275	10%	7%
Thomson	16	26	35	294	382	9%	7%
AXA	262	333	99	8 881	5 233	4%	6%
Peugeot PSA	284	88	73	4 135	1 589	2%	6%
Lafarge	127	128	40	4 555	2 357	3%	5%
...							
Moyenne	111	117	40			5%	3%

Lecture : Les contributions restent modestes en vue du comblement des déficits concernés mais elles représentent déjà 3% de l'EBITA. Ce ratio en vaut d'autres, l'idée étant de comparer les contributions à une mesure de flux de richesse opérationnelle.

Nouveaux écarts actuariels créés par le durcissement des hypothèses en 2005 : une grande partie reste non reconnue

Société	Pertes act non reconnues 2004 (€m)	Pertes act, / déficit brut 2004	Pertes act non reconnues 2005 (€m)	Pertes act, / déficit brut 2005	Perte actu non reconnues 2006e (€m)	Pertes act, / déficit brut 2006e
EDF	0	0%	2541	-15%	4 549	-28%
EADS	659	-15%	1118	-22%	587	-12%
Alstom	1 009	-71%	1050	-73%	1 448	-82%
Total	127	-5%	777	-23%	356	-12%
Sanofi-aventis	389	-10%	762	-19%	295	-8%
Michelin	388	-27%	662	-39%	991	-47%
Saint-Gobain	-30	1%	345	-11%	710	-19%
Suez	102	-4%	319	-11%	-572	28%
...						
Somme	3 670		10 203		7 241	
Moyenne	97	-7%	262	-16%	186	-13%

Option plus dure : reconnaissance totale des écarts actuariels dans le bilan – 7 sociétés dans ce cas en 2005

(€m)	(Déficit) brut 2004	Perte act. non reconnues 2004	Prov. nettes pour pensions 2004	(Déficit) brut 2005	Perte act. non reconnues 2005	Prov. nettes pour pensions 2005	(Déficit) brut 2006e	Perte act. non reconnues 2006e	Prov. nettes pour pensions 2006e
Accor	-53	7	-46	-152	0	-152	-150	0	-150
Crédit Agricole	-476	0	-476	-536	0	-547	-444	0	-444
Gaz de France	43	0	43	140	0	140	171	0	171
PPR	-259	0	-248	-290	0	-279	-324	0	-324
Schneider El.	-522	0	-521	-598	0	-600	-640	0	-640
Thomson	-489	0	-494	-498	0	-494	-473	0	-473
Veolia Env.	-389	0	-355	-590	0	-560	-598	0	-598

* Arcelor a opté pour cette option à partir de 2006. Dans son bilan d'ouverture 2006, les écarts actuariels non reconnus de 186M€ à fin 2005 seront imputé en contre partie des fonds propres

Allocation des actifs – la part des actions, stable...

Société	Allocation d'actifs dans les actions			Allocation d'actifs dans les obligations	
	2004	2005	2005 vs 2004	2004	2005
Accor		15%			80%
AGF					
Air Liquide					
Alcatel	27%	28%	1%	40%	41%
Alstom	50.60%	50.40%	-0.20%	37%	37%
Arcelor					
AXA	58%	60%	2%	33%	34%
BNP-Paribas		57%			35%
Bouygues					
Capgemini					
Carrefour					
Credit Agricole	18%	18%	0%	55%	59%
Danone		38%			44%
Dexia					
EADS					
EDF					
Essilor					
France Télécom					
Gaz de France					
L'Oréal					
Lafarge	66%	66%	0%	31%	30%
Lagardère	49%	46%	-3%	42%	36%
LVMH	37%	46%	9%	53%	47%
Michelin	60%	57%	-3%	40%	36%
Pernod Ricard					
Peugeot PSA					
PPR		27%			16%
Publicis	65%	61%	-4%	31%	37%
Renault					
Saint-Gobain					
Sanofi-aventis	59%	48%	-11%	40%	41%
Schneider Electric		60%			26%
Société Générale	42%	37%	-5%	43%	47%
STMicroelectronics	57%	61%	4%	39%	37%
Suez	30%	33%	3%	47%	42%
Thomson	58%	55%	-3%	39%	45%
Total	44%	46%	2%	50%	48%
Veolia Environnement	42%	47%	5%	36%	36%
Vinci		50%			46%
Vivendi	46%	43%	-3%	47%	51%
Moyenne	47.50%	45.60%	-0.30%	41.30%	41.30%



SECURITIES

Retraites & CAC 40 : Quelques cas en 2005

Bilan des engagements retraite alourdis par les fusions/acquisitions à l'international

Changement de périmètre retraite du CAC 40 dans l'exercice 2005-2006

Société	Société à consolider	Déficit 2005 (M€)	
		avant	après (estimé)
Arcelor	Mittal	-1 580	-2 314
Pernod-Ricard	Allied Domecq	-229	-1 070
Alcatel	Lucent	-1 210	891*
Somme		-3 019	-2 494

*mais lourdes charges de santé (déficit de 5 Md€ en 2005)

EDF – réforme des régimes IEG

► Valeur des engagements considérable (27% du CAC 40)

► Réforme des régimes IEG : résoudre un problème d'une ampleur exceptionnelle

Retraites IEG - avant et post réforme 2004

Engagements actuariels au 01/01/2004(PBOs)	(M€)	-60 677
Effet de la réforme au 31/12/2004	(M€)	+54 529
Engagements actuariels au 31/12/2004(PBOs)	(M€)	-13 965
Actifs de couverture au 31/12/2004	(M€)	+3 800
Ecarts actuariels au 31/12/2004 post-réforme	(M€)	+1 158
Provision pour retraites au 31/12/2004	(M€)	-9 007

Engagements retraites du groupe (hors paiement des soultes post réforme)

		déc-04	déc-05	Déc- 06e
Engagements actuariels (PBOs)	(M€)	19 651	22 423	25 178
(Déficit)/surplus des régimes de retraite	(M€)	-12 405	-17 113	-16 190
Pertes (gains) actuariels non reconnu(e)s	(M€)	0	2 541	4 549
(Provisions nettes)/actifs nets de retraite	(M€)	-12 405	-14 572	-11 640
Charges afférentes aux retraites	(M€)	N.A.	-1 571	-1 226
Contributions Employeur	(M€)	N.A.	778	0

Données financières du groupe

Fonds propres	(M€)	9 335	20 140	23 300
Dette nette/(cash net)	(M€)	19 678	18 591	14 296
Marge opérationnelle	(M€)	4 938	8 078	8 881

Risques couverts... ou non? Quelques cas

Société	Déficit 2004	Déficit 2005	Déficit 2006e	Description
EADS	-4 540	-5 128	-4 804	Sortie de BAe Systems d'Airbus : reversement à 100% des risques à EADS? La quote-part estimée (Oddo) est de 850M£.
Capgemini	-454	-701	-717	La hausse des engagements en 2005 s'explique par l'intégration des engagements au UK et au Canada, l'adoption d'une nouvelle table de mortalité au UK, et la baisse de taux d'actualisation
Peugeot SA	-1 095	-1 098	-1 053	Démontage des conventions d'assurance qui n'apparaissent pas comme un transfert de risque sous IFRS

Conclusion

- ▶ Problème toujours majeur
- ▶ Va en s'amplifiant – exposition US
- ▶ Baisse des taux longs = problème
- ▶ Connaissance des management toujours très insuffisante: pas un problème de direction mais de CEO
- ▶ Pas de résolution autre que au travers de la négociation

Retraites des dirigeants et de la maison mère

Société	Engagements (M€)		Provision (M€)	
	Dirigeants / mandataires sociaux	Société mère	Dirigeants / mandataires sociaux	Société mère
Accor			10	
AXA			29.4	
BNP Paribas	30.47			
Danone		205 (528 personnes)	39 (20 personnes)	
Dexia	4.8			
EADS	18			
Essilor	4.7	33		
France Telecom			18 (9 personnes)	
L'oréal		575		
LVMH				37
Pernod-Ricard		26		
Publicis			16	
Sanofi-aventis		448	11.6 (31 personnes)	
Schneider	30.4			
Suez			14.7 (15 personnes)	
Thomson			2.03	
Total	108.9			
Vinci	45		11.7	
Vivendi			30.4	