



**Institut belge des services postaux et des  
télécommunications**

---

**Décision du Conseil de l'IBPT**  
du 9 novembre 2005  
concernant le coût du capital et les coûts salariaux horaires  
à utiliser dans les offres de référence de Belgacom

## Table des matières

1	Objet .....	3
2	WACC .....	3
2.1	HISTORIQUE DU WACC .....	3
2.2	METHODOLOGIE .....	3
2.3	DETERMINATION DU WACC 2006 .....	4
2.4	RÉSULTATS .....	5
3	HMC .....	5
3.1	PROPOSITION DE BELGACOM .....	5
3.2	METHODOLOGIE .....	6
3.3	DÉTERMINATION DES HMC 2006 .....	6
3.4	RÉSULTATS .....	7
4	Décision .....	8
	Annexes: Documents de motivation destinés à Belgacom .....	9

# 1 OBJET

La présente décision a pour but de déterminer les valeurs du coût du capital (WACC<sup>1</sup>) et des coûts salariaux horaires (HMC<sup>2</sup>) qui seront prises en compte dans les offres de référence de Belgacom (BRIO, BRUO, BROBA) pour l'année 2006.

## 2 WACC

### 2.1 HISTORIQUE DU WACC

Pour rappel, les années précédentes, le WACC de Belgacom était fixé comme suit:

Année	Valeur <sup>3</sup>	Différence
2000	12,46%	
2001	12,77%	+0,31%
2002	12,61%	-0,16%
2003	12,88%	+0,27%
2004	10,76%	-2,12%
2005	12,76%	+2,00%

Le même WACC est utilisé dans le cadre des décisions relatives au BRIO, BRUO et BROBA.

### 2.2 METHODOLOGIE

Le calcul du taux du coût du capital se fait, conformément à la littérature spécialisée et dans le respect des prescriptions de la Recommandation (98)960 de la Commission européenne et de la révision de celle-ci par l'ERG<sup>4</sup>, selon la formule WACC.

Le WACC avant impôts est calculé sur la base de la formule suivante:

$$WACC_{\text{pre-tax}}^{\text{notioneel}} = \frac{E_b \times (r_e - r_{\text{not}}) + (E_m - E_b) \times r_e}{(1 - t_c) \times (E_m + D)} + \frac{E_b \times r_{\text{not}} + D \times r_d}{E_m + D}$$

Où:

$E_b$ : la valeur comptable du capital propre

$E_m$ : la valeur marchande du capital propre

$D$ : les fonds de tiers productifs d'intérêts à rémunérer

$r_e$ : la rémunération du capital propre, exprimée en un taux d'intérêt sur celui-ci

$r_{\text{not}}$ : le taux d'intérêt notionnel, c'est-à-dire la partie de la rémunération du capital propre à la valeur comptable qui est exonérée, exprimée comme un taux d'intérêt sur la valeur comptable.

$r_d$ : le taux d'intérêt sur le capital d'emprunt

$t_c$ : le taux d'imposition sur les bénéfices

<sup>1</sup> Weighted Average Cost of Capital

<sup>2</sup> Hourly Manpower Costs.

<sup>3</sup> En 2001 et 2002, le WACC approuvé pour le collecting était un peu plus élevé que celui approuvé pour la terminaison.

<sup>4</sup> ERG Opinion on 'Proposed changes to Commission Recommendation of 1998 on Accounting separation and cost accounting'.

La détermination du coût du capital propre se fait sur la base du Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$r_e = r_f + \beta_{equity} \times [ E(r_m) - Rf ]$$

$$r_d = r_f + \text{majoration de risque } p$$

Où:

$r_f$ :	taux d'intérêt exempt de risque;
$E(r_m)$ :	rendement escompté d'un portefeuille bien diversifié;
$E(r_m) - r_f$ :	prime de risque du marché;
$\beta_{equity}$ :	le risque systématique d'une certaine activité ou société.

### 2.3 DETERMINATION DU WACC 2006

Une consultation du marché a été organisée entre le 18 juillet et le 15 septembre 2006 concernant la méthodologie pour la détermination du coût du capital dans les modèles de coûts en exécution des obligations imposées aux opérateurs puissants sur les différents marchés relatifs aux communications électroniques.

Suite à cette consultation, l'IBPT a décidé d'apporter les modifications suivantes en ce qui concerne la détermination des paramètres utilisés dans la formule WACC :

1. L'utilisation d'un gearing ratio<sup>5</sup> adapté, en lieu et place du gearing ratio réel de Belgacom.

L'IBPT a décidé de prendre en compte un gearing ratio adapté pour le calcul du WACC de Belgacom. Ce gearing ratio adapté correspond au gearing ratio moyen des opérateurs repris dans l'enquête pour la dérivation du facteur bêta. Le passage du gearing ratio réel à un gearing ratio adapté a en outre pour conséquence une augmentation du bêta pour Belgacom. L'IBPT est d'avis qu'un gearing ratio adapté permet de mieux refléter les coûts optimisés du capital.

2. L'utilisation combinée d'une moyenne arithmétique et d'une moyenne géométrique pour déterminer la prime de risque du marché.

L'IBPT signale qu'il n'existe pas d'unanimité dans la littérature quant au type de moyenne (arithmétique ou géométrique) qui reflète le mieux la réalité. Une approche purement pragmatique pourrait ainsi consister à calculer les deux, et d'en prendre la moyenne (arithmétique). C'est cette approche qui a été suivie.

3. L'utilisation d'une nouvelle méthode pour l'opération de « unleveraging »<sup>6</sup> des facteurs  $\beta$ .

Dans les calculs des tarifs BRIO précédents, cet unleveraging a été réalisé sur la base de la méthode d'Hamada, mais il existe à ce sujet un consensus dans la littérature la plus récente concernant le fait que cette méthode n'est pas la plus appropriée. C'est pourquoi le déléveragement se fait maintenant sur la base de la formule suivante:

$$\beta_{asset} = \frac{\beta_{equity}}{1 + D/E_m} \text{ au lieu de } \beta_{asset} = \frac{\beta_{equity}}{1 + (1 - t_c) \times D/E_m}$$

<sup>5</sup> Rapport entre le capital propre et les dettes d'une entreprise.

<sup>6</sup> Opération permettant de tenir compte du coefficient d'endettement financier des différentes entreprises.

#### 4. La prise en compte de l'impact des intérêts notionnels<sup>7</sup>.

Etant donné qu'à partir de 2006, les entreprises pourront bénéficier d'une déduction notionnelle, la formule pour le WACC pre-tax doit être adaptée, en partant toutefois du principe que la formule du WACC post-tax reste inchangée. Ou pour être plus précis, nous partons du principe que le montant absolu disponible après impôts pour rémunérer les capitaux investis – ceteris paribus – reste inchangé suite à la prise en compte de la déduction notionnelle et que, en d'autres termes, seul le montant absolu avant impôts doit être adapté.

L'Institut souligne en outre que les données utilisées pour calculer la prime de risque du marché sont, comme les années précédentes, issues des marchés de capitaux américains et non européens. Il est ressorti de la consultation qu'il est logique de prendre l'intérêt sans risque des marchés sur lesquels des actions de Belgacom sont vendues; il s'agit de facto du marché de capitaux européen alors que par le passé (jusqu'avant l'introduction en bourse de Belgacom et vu la composition de l'actionnariat à l'époque) on pouvait raisonnablement dire qu'il s'agissait du marché de capitaux américain. D'autre part, il est logique que toutes les valeurs paramétriques de l'approche CAPM (en plus de l'intérêt sans risque, il s'agit également de la prime de risque du marché et ce sont les valeurs  $\beta$ ) se rapportent au même marché de capitaux. Etant donné que pour la prime de risque du marché et pour les valeurs  $\beta$ , c'est le marché de capitaux américain qui sera considéré, c'est également l'intérêt sans risque qui est d'application aux obligations d'Etat américaines qui sera utilisé.

Une explication plus détaillée de la méthodologie de calcul du WACC figurera dans la description du modèle de coûts top-down qui sera publiée par l'IBPT.

## 2.4 RÉSULTATS

Compte tenu des modifications décrites ci-dessus, le WACC pre-tax 2006 est fixé à **11,52%**.

## 3 HMC

### 3.1 PROPOSITION DE BELGACOM

Belgacom s'est déclarée favorable à un statu quo des valeurs de coûts salariaux horaires mais a néanmoins transmis à l'IBPT des données en vue de l'actualisation du calcul de ces coûts. Les principales différences dans la valeur des paramètres par rapport à 2005 sont les suivantes :

- Un changement important sur le plan du nombre de jours prestés. Belgacom a communiqué le nombre réel de jours prestés par niveau. Dans le BRIO 2005, on s'était basé sur un certain nombre d'hypothèses en l'absence de chiffres réels concernant le nombre de jours prestés. Les différences avec les valeurs de 2005 sont marquantes.
- Lors de l'introduction en bourse de Belgacom, le fonds PBS<sup>8</sup> a été transféré à l'Etat. Un versement unique de Belgacom a accompagné ce transfert. Il a été décidé de répartir la déduction de ce montant sur les années à venir et ce, dans le but de maintenir l'impact des paiements au fonds PBS constant. Belgacom argumente qu'étant donné qu'elle a dû payer le montant de PBS en une fois, d'importants moyens financiers lui ont été enlevés qui auraient autrement pu être investis dans le secteur télécoms ou qui auraient au moins pu rapporter des intérêts dans une banque. C'est pourquoi le taux d'actualisation doit être pris en compte.

---

<sup>7</sup> Déduction de la base d'imposition à l'impôt des sociétés à concurrence d'un montant égal à la rentabilité fictive du capital propre, introduite dans le but de réduire la différence entre le traitement fiscal du financement à l'aide de capitaux empruntés et celui du financement à l'aide de capitaux propres.

<sup>8</sup> Pension Back Service.

- Belgacom a modifié sensiblement les données renseignées en ce qui concerne le coaching (nombre et type d'employés de niveaux inférieurs supervisés par une personne).
- Une diminution des coûts administratifs de la division NWS.
- Le mark-up office & facility pour la division NWS est nettement plus élevé que l'année précédente.
- Le mark-up support RH a substantiellement augmenté, du fait de diverses augmentations des coûts alloués à la division RH.

### **3.2 METHODOLOGIE**

La méthode de dérivation du HMC n'a pas été modifiée par rapport à 2005. Les modifications des résultats sont entièrement dues aux modifications des valeurs des paramètres.

Le point de départ est constitué par les coûts salariaux de base des divisions ANS<sup>9</sup> et CBU/NWS<sup>10</sup>. Sur ces coûts sont ensuite appliqués des mark-ups pour tenir compte des catégories de coûts suivantes :

- coûts PBS(pour la partie Back Service);
- Social costs (frais de transports publics, assurances hospitalisation, pensions supplémentaires, etc) ;
- Administrative costs (formation externe, coûts des communications, etc.);
- Coaching;
- Office & Facility;
- Support RH.

**3.3 DÉTERMINATION DES HMC 2006** L'IBPT considère l'utilisation d'un taux d'actualisation comme une compensation raisonnable du fait que BGC est tenu de verser entièrement le montant PBS en une seule fois. Le montant total des coûts PBS pris en compte est réparti entre les divisions, avec pour clé de répartition, l'importance des salaires des statutaires des différentes divisions.

- La raison pour laquelle un Level 2B supervise à présent aussi les Levels 3 et 4 et ne le faisait pas avant, n'est pas fournie par Belgacom. Aussi, il n'est pas tenu compte de ce nouveau coaching.

---

<sup>9</sup> Advanced Network Services.

<sup>10</sup> Carrier Business Unit/National Wholesale.

### 3.4 RÉSULTATS

<b>Business Unit – Level</b>	<b>HMC 2006</b>
<b>ANS</b>	
Level 1	90,31
Level 2b	61,48
Level 2a	46,22
Level 3	43,12
Level 4	37,36
<b>CBU/NWS</b>	
Level 1	88,91
Level 2b	49,40
Level 2a	33,78
Level 3	-
Level 4	-
Level S	73,39

## 4 DÉCISION

Après avoir dûment considéré les points de vue des parties concernées, tels que ceux-ci sont exprimés dans leur correspondance ou lors de réunions d'une part, et d'autre part, les objectifs généraux du cadre réglementaire en matière de promotion de la concurrence, d'efficacité économique et de défense des intérêts des consommateurs, l'Institut prend la décision suivante :

1. Le coût du capital à utiliser dans les offres de référence BRIO 2006, BRUO 2006 et BROBA 2006 est fixé conformément au point 2.4 du présent document.
2. Les coûts salariaux horaires à utiliser dans les offres de référence BRIO 2006, BRUO 2006 et BROBA 2006 sont fixés conformément au point 3.4 du présent document.

Conformément à la loi du 17 janvier 2003 relative au statut du régulateur des secteurs des postes et des télécommunications belges, vous avez la possibilité d'interjeter appel de cette décision devant la cour d'appel de Bruxelles, Place Poelaert 1, B-1000 Bruxelles dans un délai de soixante jours à compter de la notification de celle-ci. L'appel est formé: 1° par acte d'huissier de justice signifié à partie; 2° par requête déposée au greffe de la juridiction d'appel en autant d'exemplaires qu'il y a de parties en cause; 3° par lettre recommandée à la poste envoyée au greffe; 4° par conclusions à l'égard de toute partie présente ou représentée à la cause. Hormis les cas où il est formé par conclusions, l'acte d'appel contient, à peine de nullité, les indications de l'article 1057 du code judiciaire.

M. Van Bellinghen  
Membre du Conseil

G. Deneff  
Membre du Conseil

C. Rutten  
Membre du Conseil

E. Van Heesvelde  
Président du Conseil

**ANNEXES: DOCUMENTS DE MOTIVATION DESTINÉS À BELGACOM**

(CONFIDENTIEL)