

**Décision du directeur général de l'Agence nationale de réglementation des télécommunications n° 04-03 du 3 chaoual 1424 (28 novembre 2003) relative au taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d'interconnexion de la société Itissalat Almaghrib pour l'année 2004.**

LE DIRECTEUR GENERAL DE L'AGENCE NATIONALE DE REGLEMENTATION DES TELECOMMUNICATIONS,

Vu la loi n°24-96 relative à la poste et aux télécommunications, promulguée par le dahir n°1-97-162 du 2 rabii 1418 (7août 1997) telle que modifiée et complétée par la loi n°79-99 ;

Vu la dahir n°1-01-123 du 29 rabii II 1422 (22 juin 2001), portant promulgation de la loi n°79/99 modifiant et complétant la loi n°24-96 susvisée ;

Vu le décret n°2-97-813 du 27 chaoual 1418 (25 février 1998) portant application des dispositions de la loi 24-96 en ce qui concerne l'Agence Nationale de Réglementation des Télécommunications ;

Vu le décret 1025 relatif à l'interconnexion et notamment l'article 20;

Vu la décision de l'ANRT n°ANRT/DG/N°03/03 du 28 novembre 2003 relative la méthode de calcul du taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d'interconnexion ;

Considérant le processus de négociation qui a débouché sur la tenue des réunions de travail ainsi que l'échange des correspondances entre ITISSALAT ALMAGHRIB, l'ANRT ;

**Sur la méthode employée par l'Agence**

La méthode retenue par l'Agence repose sur le calcul du taux de rémunération du capital comme une moyenne pondérée entre

- Le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires de l'entreprise pour l'activité considérée,
- Le coût de la dette de l'opérateur.

Cette pondération est basée sur la structure cible d'endettement d'Itissalat Al Maghrib.

**La mesure du coût des capitaux propres :**

Pour évaluer le coût des capitaux propres d'Itissalat Al Maghrib pour ses activités FIXE et MOBILE, le modèle d'évaluation des actifs Financiers hybride ajusté (MEDAF hybride ajusté) a été utilisé sur la base de la formule prévue dans la décision de l'ANRT, indiquée ci haut, à savoir :

$$K_e = R_f G + R_c + \beta c I G \cdot \beta G G \cdot (R_{MG} - R_f G) \cdot (1 - R^2)$$

et nécessitant l'établissement des paramètres suivants :

- RfG, le taux sans risque sur le marché de référence global : La valeur du taux sans risque choisi par l'Agence est celle du rendement du Treasury Bond américain à maturité constante 10 ans au 30 avril 2003.
- Rc, la prime de risque pays, l'Agence a retenu la différence de rendement entre le taux composite du Lehman Brothers Morocco Index (toutes maturités) pour le Maroc, et l'indice américain Lehman Brothers US Aggregate Index.
- $\beta_{clG}$ , Le Bêta pays : Par définition c'est la pente de la régression entre les rendements de l'indice du marché local et ceux du marché de référence. Cependant le bêta pays est souvent affecté par l'inefficience des marchés émergents. c'est le cas au Maroc où le marché est peu liquide et les volumes échangés ne représentent pas des conditions efficientes d'arbitrage. Etant donné que les marchés d'Europe de l'Est sont proches de celui du Maroc par leur taille et leur représentativité économique, ils fournissent une bonne approximation du risque systématique lié au marché marocain. L'Agence a retenu la moyenne pondérée par la capitalisation des Bêta pays de la république Tchèque, de la Pologne et de la Hongrie.
- $\beta_{GG}$ , Bêta sectoriel (releveragé au niveau d'endettement désiré) obtenu par comparaison avec des acteurs cotés sur le marché mondial, on utilise d'une part des opérateurs mobiles « purs » pour extraire un bêta de l'activité mobile, et des opérateurs « incumbents » dont on extrait le bêta des activités « non mobiles », les bêtas des comparables seront calculés par rapport à leur marché d'origine.
- (RMG – RfG), la prime de marché : L'agence s'est référé aux résultats observés pour la prime de risque américaine, et a retenu le résultat classique de Welch (résultat confirmé par d'autres sources)
- $R^2$  le coefficient de détermination de la régression entre la volatilité des rendements du MASI et la variation du spread pays.

Enfin, pour calculer le coût des capitaux propres, il a été tenu compte du taux d'imposition des sociétés prévu en 2003.

Le coût des fonds propres ainsi calculé est de 18.02 % avant impôts pour l'ensemble d'Itissalat Al Maghrib.

#### La mesure du coût de la dette :

Le coût de la dette est obtenu en ajoutant au taux sans risque une prime correspondant au risque de l'entreprise. Ce coût de la dette avant impôt a été évalué à 6%, soit 3,9% après impôt.

#### Le coût du capital :

Le coût du capital pour Itissalat Al Maghrib s'établit selon cette méthode à la moyenne pondérée des deux valeurs précédentes, soit 11.20 % après impôt et 17.23 % avant impôt.

**Sur les vérifications opérées pour cette décision**

La mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'agence a sollicité une expertise extérieure, elle a confié le recueil et l'analyse des données financières à un cabinet externe.

**Sur la segmentation par activité**

L'agence a considéré que des taux différenciés selon les activités (Fixe et Mobile) d'Itissalat Al Maghrib devraient être retenus. En effet si le risque financier de l'entreprise est centralisé, les composantes de l'entreprise étant solidaires de fait, le risque économique est assez différent selon les segments pour justifier la différenciation de sa mesure. Cette approche courante dans l'évaluation des risques d'un groupe, trouve en particulier sa traduction dans la recherche de taux de rémunération du capital spécifique pour le calcul des tarifs d'interconnexion.

S'agissant de l'interconnexion, l'agence a considéré que le risque associé à cette activité pouvait être assimilé au risque de l'activité Fixe.

Le coût moyen pondéré du capital pour les activités d'interconnexion est évalué à 15.52 % avant impôt pour l'année 2004.

**DECIDE**

**ARTICLE UNIQUE** : Le taux de rémunération du capital avant impôt, utilisé pour évaluer les tarifs d'interconnexion, est fixé à 15,52 % pour l'année 2004.

*Rabat, le 3 chaoual 1424 (28 novembre 2003).*

*Le directeur général de l'Agence nationale  
de réglementation des télécommunications,*

MOHAMED BENCHAABOUN.