



Analyse critique du taux de rémunération des capitaux investis

Août 2023

Table des matières

1. Executive summary	Page 3
2. Introduction - modèles réglementaires & profils de risk-return	Page 11
3. Coût des fonds propres	Page 17
4. Coût de la dette	Page 63
5. Pondération fonds propres / dette financière (gearing)	Page 83
6. Coût moyen pondéré du capital (CMPC ou “WACC”)	Page 85

A Annexes

A. Régimes réglementaires et notations de crédit des GRDs européens	Page 88
B. Comparaison des rendements réglementaires européens	Page 89
C. Taux sans risque utilisé par les brokers dans le cadre de valorisation	Page 90
D. Prime de marché utilisée par les brokers dans le cadre de valorisation	Page 91
E. Coût des fonds propres utilisé par les brokers dans le cadre de valorisation	Page 92
F. Echantillon d’obligations utilisé dans le cadre du calcul de la prime pour absence de rating	Page 93
G. Coût de la dette prévu par les différents régulateurs européens	Page 96

1 Executive summary

Executive summary (1/7)

- Pour la prochaine période tarifaire (2025-2029), **Brugel propose un changement de cadre réglementaire avec l'instauration d'un modèle dit de « revenue cap »**. Historiquement, Sibelga était soumis à un régime assimilable à un modèle du type « cost-plus » avec incitants. L'introduction d'un modèle RABxWACC ainsi que l'importance croissante des incitants font tendre le cadre réglementaire bruxellois vers un modèle de revenue cap
- A l'échelle européenne, de nombreux GRDs/GRTs sont soumis à ce type de régulation qui se veut plus incitative car certains coûts sont fixés ex-ante sans correction ex-post (comme par exemple les charges financières). Dans le chef du gestionnaire de réseau, ce changement réglementaire se traduit par une prévisibilité moindre des cash flows et un profil de risque crédit plus élevé. A l'étranger, nous constatons que les gestionnaires de réseau avec un profil de risque plus élevé bénéficient également d'une rémunération des fonds propres plus élevée
- Dans le cas de Sibelga, nous constatons que **ce changement méthodologique se traduit par une détérioration sensible du profil de risque de la société et une réduction de la rémunération des capitaux investis**. Cette évolution est d'autant plus surprenante que les conditions de marché se sont détériorées ces 18 derniers mois et que **la hausse des taux aurait dû conduire le régulateur à augmenter la rémunération des fonds propres**
- Parmi les **nouveaux risques auxquels Sibelga est soumis**, citons notamment:
 - L'absence de corrections ex-post d'une série de paramètres qui influencent la rentabilité de Sibelga et notamment: i) le taux sans risque (dans la formule de la rémunération des capitaux investis) et ii) les objectifs de coûts gérables plus difficiles à atteindre
 - La suppression du principe d'*embedded debt* qui protégeait Sibelga et ses créanciers des fluctuations de marché (risque de volatilité des taux, risque de refinancement etc.)
 - Un coût de la dette réglementaire qui ne tient pas compte des conditions historiques de financement de Sibelga, des spécificités liées à Sibelga (taille, absence de rating etc.) et qui est inférieur aux conditions de marché actuelles
 - Une modification défavorable du traitement réglementaire des plus-values de réévaluation et un risque de dépréciation d'actifs
 - Une moindre prévisibilité des cash flows futurs et une instabilité réglementaire induite par une rupture dans la méthodologie tarifaire (à l'instar de RESA dont le rating a été revu à la baisse en juin 2023 pour cause de l'instauration d'un cadre réglementaire similaire à ce que le régulateur bruxellois propose)
 - La mise en place d'incitants difficilement atteignables
 - Une dégradation générale du risque crédit et des ratios de crédit qui conduiront à des conditions d'emprunt plus défavorables
 - Un risque de sous-investissement compte tenu du rendement réglementaire et des risques sous-jacents

Executive summary (2/7)

- Nous estimons que la rémunération proposée par la méthodologie tarifaire pour la période 2025-2029 est largement inférieure aux conditions de marché actuelles. La régulation prévoit un **coût moyen pondéré du capital (WACC)** de 4.50% tandis que nous estimons celui-ci à 6.36%

Paramètres	Brugel	Tandem
Le coût des fonds propres	5.18%	8.66%
Le coût de la dette	3.94%	4.48%
Ratio de <i>gearing</i>	55%	55%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	4.50%	6.36%

- En ce qui concerne le **coût des fonds propres**, les principales différences entre la méthodologie tarifaire et nos estimations proviennent du taux sans risque et la prime de risque de marché. Il y a également un écart dans l'appréciation du bêta

Paramètres	Brugel	Tandem
Taux sans risque (OLO 10 ans)	1.85%	3.59%
Prime de risque du marché	4.50%	5.73% - 6.64%
Bêta avec endettement	0.74	0.82
Coût des fonds propres (après endettement)	5.18%	8.29% - 9.03%

■ Taux sans risque

- Pour la prochaine période réglementaire, **le régulateur propose d'utiliser la moyenne des 15 dernières années de l'OLO 10 ans** alors que précédemment, le taux sans risque était calculé, chaque année, sur base de la moyenne journalière de l'OLO 10 ans sur le marché secondaire
- Ce changement méthodologique a un impact considérable sur la rémunération des capitaux investis compte tenu de la forte hausse des taux d'intérêt depuis début 2022. **La moyenne des 15 dernières années de l'OLO 10 ans (1.85%) est largement inférieure aux taux observés sur les marchés financiers (c.3.3% pour 2023)**

Executive summary (3/7)

■ Taux sans risque (suite)

- **Pour être cohérent avec la théorie du CAPM, il conviendrait d'utiliser des taux sans risque « forward » pour la période 2025-2029. Deux approches sont envisageables:**
 - L'utilisation des courbes forwards sur les marchés financiers (moyenne de 3.6% pour la période 2025-2029)
 - L'utilisation des prévisions du bureau du Plan (environ 3.1% pour la période 2024-2028)
- Ces deux approches conduisent à des résultats supérieurs à 3%. Nous avons toutefois une préférence pour la première méthode (utilisation des courbes forwards) car le Bureau du Plan ne fait pas des prévisions sur un horizon de temps aussi lointain et que ces estimations peuvent parfois s'écarter de la réalité économique des marchés financiers
- Le taux sans risque que nous envisageons est d'ailleurs conforme aux taux utilisés par la communauté financière et notamment les analystes financiers qui émettent des recommandations quant aux actions cotées des gestionnaires de réseau européen (en moyenne 3.28%)
- Par ailleurs, l'utilisation d'une moyenne sur 15 ans telle que proposé dans la méthodologie tarifaire pose la question de la représentativité de la période de référence choisie:
 - Pour la prime de risque, nous constatons que le régulateur prévoit d'utiliser une moyenne historique des 123 dernières années. **Le choix d'un historique de 15 ans n'est donc pas cohérent avec le calcul de la prime de risque de marché. Un alignement des périodes de référence aurait conduit à des résultats radicalement différents (voir ci-après)**
 - Par ailleurs, durant les 15 dernières années, le taux sans risque a été maintenu à un niveau artificiellement bas par l'interventionnisme de la BCE à travers son programme d'assouplissement quantitatif. Des études indépendantes (BCE, FED, universités etc.) ont démontré l'influence des banques centrales sur le niveau des taux d'intérêt. Certains régulateurs ont d'ailleurs tenu compte du caractère anormal des conditions de marché et ont corrigé le taux sans risque. C'est notamment le cas de la CWaPE qui a relevé le taux sans risque de 100bps (suite à une étude menée par The Brattle Group)

■ Prime de risque

- **La méthodologie tarifaire s'appuie sur les travaux menés par Dimson, Marsh & Staunton ("DMS") sur la période 1900-2022 reprises dans le rapport "Global Investment Returns" de Crédit Suisse. Cette étude fait apparaître une prime de risque de marché moyenne de 4.50% sur les 123 dernières années en Belgique**

Executive summary (4/7)

■ Prime de risque (suite)

- Notons toutefois que les travaux de DMS relatifs à l'analyse historique de la prime de marché pour la Belgique ne prétendent pas avoir un quelconque caractère prédictif et **DMS ne recommande nullement d'utiliser ces paramètres historiques dans le cadre d'une politique d'investissement qui résulterait de l'application du CAPM en Belgique. Les analystes financiers de Crédit Suisse n'utilisent d'ailleurs eux-mêmes pas ces données dans l'évaluation de sociétés belges cotées en bourse.** Parmi les dernières recommandations publiées par Crédit Suisse au sujet de sociétés actives sur le marché belge, on observe notamment que pour Proximus et Telenet, Crédit Suisse utilise une prime de risque de respectivement 7.5% et 7.0% (en février 2023)
- Nous constatons que certains régulateurs européens utilisent les données de DMS pour justifier le choix de la prime de risque de marché (notamment les autres régulateurs belges). D'un point de vue méthodologique, ce choix ne nous semble pas cohérent avec l'application de la théorie du CAPM. La théorie financière requiert, au contraire, d'utiliser des données de marché correspondant aux exigences de rendement actuelles des investisseurs. Pour les autres pays européens, la moyenne historique qui ressort du rapport de DMS est toutefois relativement proche des conditions de marché actuelles
- Nous observons en effet que **les primes de risque observées à l'étranger sont nettement plus élevées qu'en Belgique.** La moyenne arithmétique de la prime de risque de marché des 123 dernières années en Belgique s'élève à 4.7% alors qu'elle était de 8.1% en Allemagne (soit un écart de 3.4%). En poussant le raisonnement à l'extrême, et en utilisant ce set de données historiques comme paramètre du CAPM pour les différents pays européens, cela revient à supposer que les investisseurs continueront à se satisfaire d'une prime de risque 4.7% en Belgique alors qu'il est possible d'obtenir une prime de 8.1% en Allemagne ; ce qui n'a pas de sens d'un point de vue économique. Dans un contexte de libre circulation des capitaux, il ne peut y avoir des inefficiences de marché. Si le rendement devait être inférieur en Belgique, les investisseurs se détourneraient de la Belgique et investiraient dans les pays voisins
- En analysant les données de DMS plus en détails, on se rend compte que le rendement du marché belge a été fortement impacté par les deux guerres mondiales, les périodes de forte inflation qui ont suivies, et la crise de 2008 de par l'importance du secteur bancaire dans le paysage des entreprises cotées belges à cette époque. Ces événements ont occasionné des périodes de rendement négatif qui ne peuvent être utilisées comme référence pour déterminer les attentes des investisseurs
- **Conformément à la théorie du CAPM, nous préconisons l'utilisation de méthodes ex-ante qui tiennent compte des conditions de marché actuelles.** Différentes méthodes permettent d'apprécier la prime de risque requise par les investisseurs. Parmi les référentiels que nous développons ci-après, nous privilégions le modèle de Damodaran et le modèle du Earnings Yield. Ces deux méthodes présentent l'avantage d'être disponibles publiquement et de pouvoir être mises à jour facilement. Le modèle de Damodaran fait apparaître une MRP se situant entre 5.0% et 5.7% pour la Belgique (pour un taux sans risque supérieur à 3.5%). Le modèle Earnings Yield, utilisé par des institutions financières réputées (comme la FED), estime la MRP pour la Belgique à 6-7%

Executive summary (5/7)

■ Coût de la dette

- Dans la méthodologie tarifaire actuelle, Sibelga bénéficie d'un régime réglementaire de type *embedded debt* qui lui permet de répercuter le coût de la dette directement dans les tarifs à coûts réels. Sibelga ne subit pas le risque de variation des taux et ne réalise ni gain ni perte en cas de fluctuation soudaine des taux d'intérêt. Le coût du financement est reflété dans le tarif et le consommateur ne paie ni plus ni moins que les coûts effectivement supportés par le gestionnaire de réseau
- Pour la prochaine période réglementaire, Brugel propose une méthodologie tarifaire du type *revenue cap RABxWACC* selon laquelle les charges financières sont considérées comme un coût gérable. Brugel justifie cette décision par la volonté de mettre en place des incitants pour motiver le gestionnaire de réseau à obtenir les meilleures conditions d'emprunt possibles. Le régulateur estime qu'il existe un risque que le gestionnaire ne mette pas tout en œuvre pour obtenir les meilleures conditions d'emprunt, et qu'il est nécessaire de le récompenser ou de le pénaliser en fonction des conditions de financement obtenues
- Dans la pratique, les emprunts contractés par Sibelga ont toujours fait l'objet d'un processus compétitif et il n'y a pas de raison que cela change à l'avenir. Pour un emprunt bancaire, Sibelga contacte systématiquement toutes les banques prêteuses belges pour obtenir les conditions les plus avantageuses. Et lors de la conclusion du dernier emprunt (USPP), Sibelga a mis en place un processus compétitif pour sélectionner le conseiller financier (BNP) en charge du placement. Celui-ci a ensuite joué son rôle en contactant un large panel d'investisseurs (>40). La mise en concurrence a permis de réduire progressivement la marge de crédit pour ne retenir, in fine, que les 7 investisseurs offrant les conditions d'emprunt les plus attractives
- Le régulateur bénéficie par ailleurs d'un droit de regard sur le coût de financement de Sibelga. Comme explicitement précisé dans la méthodologie tarifaire 2020-2024, il se réserve ainsi le droit de « *refuser des taux d'intérêt trop élevés et de rejeter une partie des coûts qu'il jugerait déraisonnable* »
- L'introduction d'un mécanisme d'incitants nous paraît inutile voire même contreproductive et ceci tant dans la perspective du gestionnaire de réseau que dans celle des consommateurs. La suppression du mécanisme d'*embedded debt* implique en effet un risque supplémentaire dans le chef de Sibelga; ce qui se traduit par une détérioration du profil de risque crédit (cfr. la détérioration du rating de RESA récemment), un coût de la dette plus élevé et une hausse des tarifs
- L'évolution du cadre réglementaire bruxellois vers un modèle « *revenue cap* » n'est d'ailleurs pas incompatible avec le maintien du principe d'*embedded debt*. C'est notamment ce que nous observons pour les GRTs belges
- Si nous devons néanmoins suivre la logique introduite par ce changement méthodologique, nous nous serions attendus à ce que les incitants ne concernent que les nouveaux emprunts à contracter. La dette historique a été obtenue au terme d'un processus compétitif à des conditions qui reflétaient la situation économique du moment et les marchés ont, entre-temps, évolué. Par ailleurs, Sibelga ne peut pas rompre prématurément les emprunts existants sauf à payer des pénalités onéreuses. Nous constatons toutefois que la méthodologie tarifaire ne fait pas de distinction entre la dette historique et les nouvelles dettes à contracter

Executive summary (6/7)

■ Coût de la dette (suite)

- En ce qui concerne **le coût de la dette**, la principale différence entre la méthodologie tarifaire et nos estimations provient de l'ajout d'une prime pour absence de rating et de l'approche différente sur le taux de base en utilisant des taux forwards d'août 2023 :

Paramètres	Brugel	Tandem
Taux sans risque (IRS 10 ans)	2.91%	3.17%
Prime de dette	0.88%	0.80%
Frais de transaction	0.15%	0.15%
Prime pour absence de rating	n.a.	0.50% - 0.70%
Coût de la dette	3.94%	4.62% - 4.82%

- La proposition de méthodologie tarifaire prévoit de déterminer le coût de la dette selon 3 composantes : (i) le taux de référence IRS (2.91%) ; (ii) la prime de dette (0.88%) ; et (iii) les frais de transaction (0.15%)

D'un point de vue méthodologique, nous sommes en ligne avec deux des trois composantes proposées par la méthodologie tarifaire pour les nouvelles dettes à contracter (la prime de dette et les frais de transaction). Cependant, nous estimons que le taux de base proposé est trop faible et devrait être déterminé selon une approche prospective sur base de la moyenne des taux forwards. Par ailleurs, **Sibelga n'a pas de rating et les investisseurs exigent une prime pour les émissions obligataires sans notation**. De par la relative petite taille de l'entreprise, Sibelga n'est pas en mesure d'émettre des emprunts liquides avec rating qui répondent aux attentes des investisseurs. Une prime de l'ordre de 60bps à 80bps s'observe sur les marchés financiers (c'est par exemple le cas de Fluxys) et cela correspond également aux indications fournies par les banques avec lesquelles Sibelga travaille (notamment BNP et Belfius). Des études académiques ont également démontré l'existence de cette prime implicite qui vise à compenser les investisseurs pour l'absence de rating. Relevons toutefois que les emprunts avec rating occasionnent des frais récurrents plus élevés de l'ordre de 10bps/an. **En tenant compte de cette économie de frais de transaction de 10bps/an dont Sibelga bénéficie, nous préconisons une prime de 50bps à 70bps pour refléter l'absence de rating**

Executive summary (7/7)

■ Coût de la dette (suite)

- En ce qui concerne les trois composantes retenues par le régulateur dans la détermination du coût de la dette, nous obtenons des résultats relativement similaires même si les méthodes de calcul diffèrent :
 - Pour le taux de référence, nous préconisons d'utiliser les taux forwards moyens sur la période réglementaire 2025-2029, qui a pour résultat un taux de base de 3.17%, tandis que la méthodologie tarifaire utilise une moyenne historique entre novembre 2022 et avril 2023 à 2.91%. Si le régulateur devait préférer l'utilisation d'une moyenne historique à celle de taux forward, nous pensons qu'il conviendrait de mettre à jour les calculs (qui datent d'avril 2023) pour se rapprocher autant que possible des conditions de marché actuelles
 - La prime de dette (marge de crédit) pour des obligations avec un rating A est en moyenne de 80bps au cours des 12 derniers mois soit un niveau proche de la proposition de méthodologie tarifaire (88bps)
 - Une prime annuelle de 15bps pour refléter les frais de transaction nous paraît conforme aux pratiques de marché
 - Compte tenu de l'échéancier de la dette de Sibelga, de l'objectif de gearing imposé par le régulateur, des emprunts nouveaux à émettre sur la prochaine période réglementaire et des conditions de marché actuelles, nous estimons que la proposition de méthodologie tarifaire induit un surcoût de plus de €20.6m à charge de Sibelga. Selon nos calculs, le coût total de la dette pour la prochaine période réglementaire pourrait s'élever à €171.2m tandis que la charge financière autorisée par méthodologie tarifaire s'élèvera à €150.6m
 - **La nouvelle méthodologie tarifaire induit également l'apparition d'un nouveau risque dans le chef Sibelga: celui d'une évolution défavorable des taux d'intérêt.** Si la courbe IRS devait augmenter par exemple de 1% dans les années à venir, Sibelga enregistrerait une perte de €48.1m. A l'inverse, si les taux devaient baisser, Sibelga réaliserait un gain. Ce changement méthodologique introduit donc une plus grande volatilité dans les résultats de Sibelga
- ### ■ Gearing (55%)
- La proposition de Brugel (gearing de 55%) nous semble cohérente avec les niveaux d'endettement des sociétés comparables et des niveaux fixés par les agences de notation

Pages 11-96

Disclaimer

Cette présentation (la « Présentation ») est fournie par Tandem Capital Advisors (« TCA ») dans le cadre de l'affaire à laquelle le présent document se rapporte. Les considérations proposées dans la présentation ne peuvent être utilisées à d'autres fins sans le consentement écrit préalable de TCA.

La présentation a été préparée sur la base d'informations accessibles au public. Ces informations, qui ne prétendent pas être complètes, n'ont pas été vérifiées de manière indépendante quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité par TCA. La présentation ne constitue pas un audit ou un examen de diligence raisonnable et ne doit pas être interprétée comme telle. Elle ne prétend pas non plus donner de conseils juridiques, fiscaux ou financiers.

Les informations contenues dans cette présentation reflètent les conditions économiques, réglementaires et autres en vigueur et les points de vue de TCA à cette date, qui sont tous sujets à changement. TCA n'a aucune obligation de mettre à jour, de réviser ou de confirmer cette Présentation ou les informations qui y sont fournies.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas d'intention ou de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par TCA ou par l'un de ses administrateurs ou employés en ce qui concerne ou en relation avec la Présentation ou les informations qu'elle contient ou constituant la base de cette Présentation ou pour toute confiance accordée à la Présentation par quelque personne que ce soit. En particulier, mais sans préjudice de la généralité de ce qui précède, aucune représentation ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, cibles, estimations ou prévisions futures contenues dans la Présentation.