

# Taux de rémunération du capital pour les activités régulées des secteurs fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2013 à 2015

Réponse à la consultation

Bouygues Telecom estime que le taux de rémunération du capital s'appliquant à une infrastructure en monopole et sans risque est de 6,3 % et non de 9,5%.

Au terme d'une analyse de marché, l'Autorité peut imposer des obligations à un opérateur disposant d'une influence significative sur le marché identifié. Parmi ces obligations se trouve le contrôle tarifaire lequel peut prendre la forme d'une orientation vers les coûts. Cette orientation devant néanmoins assurer aux opérateurs régulés une rémunération raisonnable des capitaux employés (article D. 311 du CPCE), l'Autorité doit alors déterminer un taux de rémunération du capital (TRC) approprié (article D. 312 du CPCE).

L'Autorité a mis en consultation publique son nouveau projet de décision de fixation des TRC pour les activités régulées des secteurs fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2013 à 2015.

Dans sa réponse Bouygues Telecom n'apporte des commentaires que sur la méthodologie retenue pour la fixation du TRC des activités du secteur fixe (France Télécom). Les commentaires portant sur certains paramètres financiers (taux sans risque, prime de marché, prime de dette) peuvent trouver à s'appliquer de manière analogue au secteur mobile. De manière explicite Bouygues Telecom est favorable à une telle mise en œuvre au secteur mobile parallèlement à celle qui serait appliquée au secteur fixe, quand bien même il en résulterait une baisse du TRC appliqué au secteur mobile. La baisse des TA GSM et SMS et l'avènement de TA totalement symétriques au 1<sup>er</sup> janvier 2013 restreignent considérablement l'enjeu du TRC mobile.

S'agissant du TRC s'appliquant au secteur fixe, les principaux commentaires de Bouygues Telecom sont :

- (i) Bouygues Telecom s'étonne du choix de l'Autorité de la durée d'application de 3 ans du TRC qui sera retenu en janvier 2013. Alors que pour les années 2006 à 2011 le TRC était fixé pour une période de deux ans, la décision de janvier 2012 annonçait un rythme de révision annuel. Or, dans son projet de décision, l'Autorité propose dorénavant une durée de 3 ans. Ces changements de cap ne favorisent pas la prévisibilité du cadre réglementaire. Sur le fond, Bouygues Telecom n'est pas opposé à une durée de 3 ans qui va dans le sens d'un allègement de la charge réglementaire. Cependant une telle durée n'est possible que si les deux évolutions majeures de calcul du TRC sont bien appliquées :
- La prise en compte pour le calcul du TRC appliqué à France Télécom des seules activités régulées et orientées vers les coûts lesquelles reposent sur une infrastructure en monopole ; la méthode actuelle s'appuie sur les paramètres financiers du groupe France Télécom et prend donc en compte des activités non régulées ou bien des activités à l'étranger (voir ci-après).
  - La modification de l'effet de levier (Dette / Dette + Fonds Propres) de 40 % à 57 % afin de prendre en compte la structure réelle du capital de France Télécom qui est stable depuis de nombreuses années et dont le rythme d'évolution, comme pour toute société de cette taille, ne peut qu'être long et donc supérieur à 3 ans (voir ci-après).

Il ne serait en effet pas concevable que soient entérinés pour une durée de 3 ans ce qui apparaît aux yeux de Bouygues Telecom comme deux erreurs manifestes dans l'application de la formule du MEDAF. En ce qui concerne les paramètres purement financiers (taux sans risque, prime de marché, prime de dette etc.) ils sont par nature fluctuants et ne peuvent constituer pour la période 2013 à 2015 qu'une prévision, par nature contestable (et comme le conteste Bouygues Telecom ci-après).

- (ii) Le TRC fixe de France Télécom s'applique aux activités régulées soumises à une obligation d'orientation vers les coûts ou soumises à une obligation de comptabilisation des coûts. Ces activités s'appuient en totalité sur la boucle locale cuivre dont les 2/3 de la valeur nette est constituée par le génie civil et le 1/3 restant par les câbles cuivre. Le génie civil est une infrastructure essentielle, sans risque puisque le déploiement des réseaux FTTN pérennise pour des dizaines d'années cette infrastructure. De plus, les principes de tarification du génie civil retenus par l'Autorité garantissent la stabilité du revenu de redevance dans la phase de transition des clients du cuivre vers la fibre. Le génie civil apparaît donc comme une infrastructure essentielle, pérenne et sans risque. Quant aux câbles cuivre, la décision de janvier 2012 portant à 2024 la fin d'amortissement des câbles cuivre, garantit en pratique à France Télécom le recouvrement de son investissement passé.

L'infrastructure câble cuivre est une infrastructure en monopole amenée à disparaître dans les prochaines années mais dont le recouvrement des coûts est garanti en pratique par le cadre réglementaire.

La méthode de fixation du TRC doit donc prendre en compte la nature intrinsèque des actifs régulés. Or, en utilisant les paramètres financiers de la société cotée France Télécom, l'Autorité prend en compte les activités non régulées, dont le FTTH (voir ci-après), mais aussi des activités à l'étranger. Dans tous les cas, ces autres activités présentent un profil de risque sans rapport avec celui d'une infrastructure en monopole et sans risque.

- (iii) Pourtant des approches méthodologiques sont possibles pour ne prendre en compte que l'activité en monopole de France Télécom.

Une première approche consiste à considérer les paramètres financiers d'acteurs économiques dont la seule activité repose sur l'exploitation d'une infrastructure de réseau essentielle (eau, gaz, électricité, télécom). Il apparaîtrait alors que la structure de financement ( $D / D + FP$ ) s'appuie sur un effet de levier beaucoup plus important de (60 % à 90 %) et caractéristique de cette activité. De même le beta, qui représente le coefficient de risque spécifique, serait sensiblement plus faible (de 0,4 à 0,5 contre 0,8). On peut noter par analogie que les activités de concession comme les PPP ont un modèle économique reposant sur un recours important à la dette de manière justement à abaisser le taux de rémunération du capital attendu sur le projet.

Une seconde approche, utilisée par l'OFCOM au Royaume Uni, consiste à scinder le TRC observé à partir des paramètres financiers du groupe verticalement intégré en deux TRC, l'un s'appliquant aux activités régulées et en monopole, l'autre au reste du groupe, la moyenne pondérée permettant de retrouver les paramètres financiers de la société valorisée par les marchés financiers.

**Table 6.3 - BT Cost of capital July 2011**

	Openreach	BT Group	Rest of BT
Real risk-free rate	1.4%	1.4%	1.4%
Inflation	3%	3%	3%
Nominal risk-free rate	4.4%	4.4%	4.4%
Equity beta	0.67 – 0.94	0.77 – 1.04	0.87 – 1.14
Asset beta	0.41 – 0.55	0.46 – 0.59	0.51 – 0.65
ERP	5%	5%	5%
Gearing	50%	50%	50%
Debt premium	2%	2 – 2.5%	2.5%
Debt beta	0.15	0.15	0.15
Tax rate	24%	24%	24%
<b>Pre-tax real WACC</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.5%</b>
<b>Pre-tax nominal WACC</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.7%</b>

- (iv) L'une des conséquences de l'erreur relevée ci-avant dans l'approche méthodologique retenue par l'Autorité est qu'elle conduit à prendre en compte deux fois le risque FTTH. En effet, l'offre d'accès au segment terminal prévoit la prise en compte d'une prime de risque de 4,6 %, s'ajoutant au TRC fixe, pour déterminer le coût d'entrée de co-investisseurs ultérieurs. Or, le TRC fixe tel que calculé s'appuie sur les paramètres financiers du groupe France Télécom lesquels intègrent par construction le risque de l'activité FTTH développée par France Télécom (puisque les investisseurs intègrent ce risque dans leur appréciation de la société). Ainsi le risque FTTH est acquitté deux fois par un co-investisseur ultérieur : une première fois par la prise en compte du TRC fixe, une seconde fois par l'ajout de la prime de risque évaluée par l'Autorité à 4,6 %.

Cet élément achève de montrer que la méthode d'évaluation du TRC fixe, en n'isolant pas les seules activités régulées, c'est-à-dire s'appuyant sur la boucle locale cuivre, conduit à une erreur manifeste d'appréciation.

- (v) La seconde erreur manifeste d'appréciation, déjà évoquée, réside dans l'évaluation du capital de France Télécom. L'Autorité propose de retenir un effet de levier ( $D / D + FP$ ) de 40 %. Or, au 31/12/2011, les comptes de France Télécom font apparaître :

- Passifs financiers non courants au coût amorti, hors dettes fournisseurs : 33 933 M€
- Passifs financiers courants au coût amorti, hors dettes fournisseurs : 5 440 M€
- Total capitaux propres : 29 592 M€

Soit un levier de 57 %.

Bouygues Telecom remarque que la structure des capitaux de France Télécom est stable depuis plusieurs années et n'est pas appelée à évoluer considérablement selon les dirigeants. Au demeurant, une telle évolution, par les modifications profondes en capital qu'elle implique, ne peut être que longue à se mettre à place.

#### BALANCE FRANCE TÉLÉCOM (EN MILLIERS D'EUROS)

Année fiscale de référence	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Fin exercice fiscal	12.11	12.10	12.09	12.08	12.07	12.06
Durée exercice (mois)	12	12	12	12	12	12
Ecart d'acquisition	27 340 000.00	29 033 000.00	28 173 000.00	30 811 000.00	31 389 000.00	31 517 000.00
Immobilisations incorporelles	11 343 000.00	11 302 000.00	10 376 000.00	14 451 000.00	16 658 000.00	18 713 000.00
Immobilisations corporelles	23 634 000.00	24 756 000.00	24 321 000.00	26 534 000.00	27 849 000.00	28 222 000.00
Actifs financiers non courants	9 574 000.00	9 512 000.00	3 258 000.00	2 488 000.00	2 401 000.00	1 347 000.00
Stocks et travaux en-cours	631 000.00	708 000.00	632 000.00	976 000.00	1 068 000.00	844 000.00
Créances clients et comptes rattachés	4 905 000.00	5 596 000.00	5 494 000.00	6 163 000.00	6 556 000.00	6 756 000.00
Autres actifs	10 612 000.00	8 941 000.00	15 841 000.00	9 072 000.00	11 237 000.00	11 802 000.00
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8 044 000.00	4 428 000.00	3 949 000.00	4 800 000.00	4 025 000.00	3 970 000.00
Total actif	96 083 000.00	94 276 000.00	92 044 000.00	95 295 000.00	101 183 000.00	103 171 000.00
Capitaux propres	28 592 000.00	31 549 000.00	28 748 000.00	31 198 000.00	34 325 000.00	31 638 000.00
Provisions pour risques et charges non courantes	2 679 000.00	2 835 000.00	2 087 000.00	1 821 000.00	2 192 000.00	2 740 000.00
Dettes financières non courantes	33 933 000.00	31 617 000.00	30 869 000.00	31 782 000.00	32 686 000.00	30 829 000.00
Dettes financières courantes	5 440 000.00	4 525 000.00	6 333 000.00	8 236 000.00	9 424 000.00	9 297 000.00
Fournisseurs et comptes rattachés	8 151 000.00	8 274 000.00	7 795 000.00	9 519 000.00	9 580 000.00	9 015 000.00
Autres passifs	14 266 000.00	15 092 000.00	15 056 000.00	11 824 000.00	12 623 000.00	19 652 000.00
Total passif	96 083 000.00	94 276 000.00	92 044 000.00	95 295 000.00	101 183 000.00	103 171 000.00

L'Autorité ne peut invoquer une valeur cible, qu'il conviendrait d'atteindre pour remplir des objectifs de régulation (par exemple l'incitation à l'investissement), afin de justifier la valeur de 40 %. D'abord parce qu'un tel effet de levier est atypique dans le cadre d'infrastructures de réseau en monopole. A titre d'exemple, l'OFCOM utilise un effet de levier de 50 %. Ensuite, parce que l'abaissement de l'effet de levier va justement à l'encontre des principaux objectifs de régulation: il renchérit considérablement le coût du capital ce qui limite le volume des investissements sur des projets rentables, voire met en péril la rentabilité de projets qui se caractérisent par un temps d'immobilisation important avant leur pleine exploitation (c'est en particulier le cas du FTTH). L'effet de levier reflète in fine la nature du risque pris. Un effet de levier de 40 % ne peut être économiquement défendu, c'est donc bien la valeur historiquement observée qui doit être retenue (57 %). Cela conduit à abaisser le TRC fixe de 9,5 % à 8,5 % par cette seule modification.

- (vi) Le Conseil d'État vient d'annuler en partie les décisions de 2009 entérinant les tarifs régulés du transport et de la distribution de l'électricité (TURPE 3). Le Conseil d'État a sanctionné la non prise en compte lors de l'application de la méthode de calcul du TRC (la CRE et l'ARCEP utilisent la même méthode dite du MEDAF), des caractéristiques du régime des concessions : les collectivités ont financé en grande partie, et elles en conservent la propriété, le réseau de distribution lequel est mis à disposition d'ERDF. Les concessions ne pouvaient dès lors être comptabilisées au passif. C'est donc la mauvaise appréciation du capital investi par ERDF, et donc de la rémunération due, qui se trouvent sanctionnées.

Le Conseil d'Etat a donné raison au SIPEREC, usant de mots particulièrement explicites: «la CRE a évalué le coût moyen pondéré du capital comme si le passif d'ERDF avait été constitué à 40% de fonds propres et à 60% de dettes; (...) en s'abstenant ainsi (...) de prendre en considération les comptes spécifiques des concessions (...) ainsi que les provisions pour renouvellement des immobilisations, la CRE et les ministres ont retenu une méthode erronée en droit et ainsi méconnu (...) la loi du 10 février 2000.» La haute juridiction a jugé la faute suffisamment lourde pour nécessiter un «recalcul» depuis 2009.

Il y'a bien donc nécessité, comme le rappelle le Conseil d'État dans le dossier TURPE 3, de prendre en compte la structure de financement réelle de France Télécom. Cela conduit, comme vu au paragraphe précédent, à retenir une proportion de 43 % de fonds propres et de 57 % de dettes.

- (vii) Le Beta retenu par l'autorité de 0,8, comme il a déjà été vu, ne correspond à la nature des actifs régulés. Cette valeur ne correspond pas non plus à celle s'appliquant à la société France Télécom sur les marchés financiers comme en atteste le tableau ci-dessous.

France Télécom	0,52	SAP	0,81	ENI	1,02	Saint-Gobain	1,48
Unilever	0,55	CRH	0,84	Deutsche Boerse	1,04	Crédit Agricole	1,50
Danone	0,60	Telecom Italia	0,88	Alstom	1,05	Santander	1,50
Deutsche Telekom	0,63	Generali	0,89	Iberdrola	1,06	BBVA	1,51
L'Oréal	0,63	Unibail - Rodamco	0,89	Nokia	1,09	Société Générale	1,57
Munich RE	0,69	Repsol YPF	0,91	Vinci	1,09	AXA	1,63
Air Liquide	0,73	Carrefour	0,92	Siemens	1,10	Arcelor Mittal	1,64
Telefonica	0,74	Total	0,92	BASF	1,17	Deutsche Bank	1,68
Bayer	0,75	Philips	0,94	Schneider Electric	1,17	Unicredit	1,73
Vivendi	0,79	LVMH	0,94	Allianz	1,24	Aegon	1,91
RWE	0,80	AB INBEV	0,95	BNP Paribas	1,39	ING	2,12
Sanofi	0,80	GDF Suez	0,98	Daimler	1,43		
Enel	0,81	E.ON	0,99	Intesa Sanpaolo	1,43		

Source : Datastream.

Bouygues Telecom propose de retenir un Beta de 0,5.

(viii) L'Autorité propose d'établir la valeur du taux sans risque par la moyenne sur 10 ans du TEC 10 (soit 3,7 % à fin 2012) alors qu'elle retenait jusqu'à présent une moyenne sur un an (soit 2,5% à fin 2012). Bouygues Telecom ne partage pas cette vision qui consisterait à accorder un poids très important à une période éloignée alors qu'il s'agit d'établir une valeur estimée pour les 3 prochaines années. Une moyenne sur les 3 années écoulées semble un juste compromis et conduit à une valeur du TEC 10, donc du taux sans risque, de 2,8 % (à fin 2012).

De plus Bouygues Telecom ne partage pas l'analyse de l'Autorité lorsqu'elle considère que la valeur du TEC 10 sur les 12 derniers mois n'aurait pas de sens en raison de son niveau très faible résultant de la conjoncture : si l'on s'en tient à la conjoncture, la baisse observée sur le TEC 10 ne traduit pas une baisse du rendement mais reflète le niveau du 'nouveau taux normatif' :

- Dans le contexte économique actuel, les investisseurs se tournent vers les actifs moins risqués. Les obligations d'Etat et donc le TEC 10 jouent, le rôle de valeur refuge. La demande des obligations d'Etat augmentant, leurs rendements augmentent.
- Dans le contexte réglementaire actuel, l'investisseur dispose d'un choix moins important de titres de bonne qualité. Les règles portant sur des seuils ou limites à respecter par classe d'actif, par type d'émetteur ou par notation réduisent encore plus le choix - en France, l'article R 332-3 du code des assurances impose aux organismes d'assurance des limites de répartition des actifs dans leur portefeuille. Les OAT permettent ainsi de respecter ces règles : placement sûr et qui rapporte encore.
- Les nouvelles normes Solvabilité 2 en vigueur au 1er janvier 2014 vont jouer un rôle sur le comportement des investisseurs institutionnels (principalement les assureurs, les fonds de pension, etc.). En substance, les normes Solvabilité 2 pénalisent davantage les placements en actions (jugés plus risqués) que les obligations.

(ix) L'Autorité propose d'établir la valeur du coût de la dette à émettre sur les années 2013 à 2015 à 5,5 %. Bouygues Telecom ne comprend pas cette valeur :

- Le coût de la dette à émettre doit normalement être égal au taux sans risque (3,7 % selon l'Autorité) auquel s'ajoute la prime de dette (1,4 % selon l'Autorité). Soit un coût de la dette à émettre de 5,1 % (dans sa précédente décision l'égalité 3,2 % + 1,8 % = 4,8 % était bien observée).
- Cette valeur est très éloignée des émissions obligataires les plus récentes observées pour France Télécom.



Tableau: Emissions d'obligations en euros réalisées par France Telecom entre 2005 et fin 2012 (ne sont pas retenues les deux émissions de 2012 en Dollar et Yen pour lesquelles il est supposé qu'elles financent des activités à l'étranger)

Date	Maturité (ans)	Rendement à l'émission (%)	Montant (millions)	Devise
Octobre 2005	5	3%	1000	Euros
Octobre 2005	10	3,625%	1000	Euros
Février 2007	5	4,375%	1000	Euros
Février 2007	10	4,75%	1500	Euros
Mars 2008	9	4,75%	400	Euros
Mai 2008	10	5,625	1250	Euros
Septembre 2008	10	Inflation	350	Euros
Mai 2009	9	5,625%	1550	Euros
Mars 2010	10	3,98%	1000	Euros
Septembre 2010	12	3,43%	500	Euros
Novembre 2010	10	3,9%	750	Euros
Avril 2011	8	4,125%	580	Euros
Juin 2012	10	3%	1000	Euros
Septembre 2012	10,5	2,5%	500	Euros

Bouygues Telecom propose de retenir pour le coût de la dette à émettre sur la période 2013-2015 la moyenne pondérée des émissions réalisées sur la période 2010-2012, soit 3,52 %, ce qui fait ressortir la prime de dette à 0,72 % (en partant d'un taux sans risque de 2,8 %).

Au demeurant, l'approche de l'Autorité consistant à établir la prime de dette sur la base du spread des émissions à 10 ans de sociétés non financières notées BBB, alors que France Télécom est notée A- par Standard & Poor's et A3 par Moody's, notamment en raison de la présence de l'État à hauteur de 27 % dans le capital, apparaît erronée. France Télécom n'a jamais été notée BBB.

A titre informatif les taux de référence du marché monétaire de la zone euro, l'EONIA et l'EURIBOR, sont aujourd'hui très faibles :

- EONIA : 0,08% fin 2012 versus 0,6% fin 2011
- EURIBOR 3M : 0,19% fin 2012 versus 1,42% fin 2011

L'EURIBOR sert souvent de référence pour les prêts à taux variable des entreprises (EURIBOR + marge).

(x) L'Autorité propose de retenir une valeur de 5,5 % pour le coût du stock de dettes à fin 2012 et qui ne sera pas refinancé immédiatement (l'Autorité fixe à 90 % du volume d'encours des dettes le montant n'ayant pas besoin d'être refinancé).

Cette proposition est doublement contestable :

- sur le niveau retenu car le coût de l'endettement financier de France Télécom est en constante diminution comme le montre les documents comptables de la société. Il est à noter que la valeur de 5,28 % qui apparaît pour 2011 s'applique à l'ensemble des activités du groupe et notamment pour des activités hors Europe, en Afrique notamment, où le coût de l'endettement est plus élevé. Se rapportant à des activités régulées en France Bouygues Telecom propose de retenir la valeur de 4,8%.
- dans la méthodologie retenue puisque l'Autorité n'actualise pas d'une décision sur l'autre l'évaluation du coût réel du stock de dettes. Ainsi l'Autorité repart dans son présent projet de décision de la valeur de 5,5 % du coût total de la dette estimé dans sa précédente décision (janvier 2012) sans tenir compte des publications les plus récentes de France Télécom. Ainsi un écart entre la prévision et le réalisé n'est jamais corrigé et les écarts se cumulent au cours du temps.

## ■ Indicateurs relatifs à l'endettement financier

Exercices clos le 31 décembre

**ENDETTEMENT FINANCIER**

(en millions d'euros)

	<b>2011 retraité <sup>(4)</sup></b>	<b>2011</b>	2010 données historiques	2009 données historiques
<b>Endettement financier net</b>	<b>32 331</b>	<b>30 890</b>	<b>31 840</b>	<b>32 534</b>
Maturité moyenne de l'endettement financier net <sup>(1)</sup>		9,0 ans	8,5 ans	7,4 ans
Encours moyen de l'endettement financier brut sur la période <sup>(2)</sup>		34 325	37 272	39 011
Coût moyen pondéré du portefeuille obligataire de France Télécom S.A. <sup>(3)</sup>		5,28 %	5,59 %	5,99 %

(1) Hors titres à durée indéterminée remboursables en actions (TDIRA).

(2) Hors montants ne donnant pas lieu à intérêts, tels que les dettes liées aux engagements d'achat des participations ne donnant pas le contrôle et les intérêts courus non échus.

(3) Source Bloomberg.

(4) Endettement financier net y compris i) le règlement relatif à l'acquisition de la licence mobile 4G dans la bande 800 MHz en France (intervenue le 19 janvier 2012, voir section 9.1.1.4 *Faits marquants* et notes 14 et 16 de l'annexe aux comptes consolidés) et ii) le règlement relatif au litige opposant la société DPTG à TP S.A. en Pologne (intervenue le 13 janvier 2012, voir section 9.1.1.4 *Faits marquants* et notes 15 et 16 de l'annexe aux comptes consolidés).

(xi) Les évolutions proposées par Bouygues Telecom conduisent à un TRC de **6,3 %** au lieu des **9,5 %** proposés par l'Autorité.

## Evaluation du Taux de Rémunération du Capital des activités régulées en monopole de France Télécom

		ARCEP	Bouygues Telecom
Dettes sur fonds propres		66,67%	132,00%
Dettes sur (dettes + fonds propres)		40,00%	56,90%
Taux sans risque	Rf	3,70%	2,80%
Prime de marché	Rm-Rf	5,00%	5,00%
Prime de dette	Rd	1,40%	0,72%
Beta	beta	0,80	0,50
Impôts sur les sociétés		36,10%	36,10%
Coût des capitaux propres avant impôts	ke	12,1%	8,3%
Coût de la dette à émettre en 2013	kd	5,50%	3,52%
Coût du stock de dette à fin 2012 (avant IS)		5,50%	4,80%
Coût de la dette globale avant IS		5,81%	4,87%
Coût du capital en nominal avant IS		9,55%	6,35%
Inflation		1,7%	1,7%
Coût du capital réel avant IS impôts		7,7%	4,6%

(xii) La valeur de 6,3 % proposée par Bouygues Telecom est identique à celle retenue par le régulateur danois. Les Pays-Bas, l'Allemagne, la Finlande se situent entre 7 % et 8 %, le Royaume-Uni et la Suède entre 8 et 9 %. La proposition de l'Autorité de retenir un TRC de 9,5 % mettrait la France au même niveau que l'Italie (9,4 %) et légèrement en dessous l'Espagne (10,5 %).