



LE CHOC DE L'UMTS SUR LA « CORPORATE GOVERNANCE » DES FIRMES EUROPÉENNES

PATRICE GEOFFRON*

Une des questions récurrentes dans le domaine de la corporate governance est celle des propriétés respectives, en termes d'innovation, des systèmes nationaux. Cette question débouche notamment sur le débat entre le court et le *longtermisme* (Geoffron & Rubinstein, 2001) : *Quel horizon de décision offrent aux entreprises les mécanismes spécifiques à certains systèmes ?* Sur ce point il a été prêté - souvent d'une façon un peu schématique - des vertus *longtermistes* au modèle germano-nippon, tandis que le modèle anglo-saxon aurait été en revanche frappé de vices *courtermistes*. On sait que la montée des activités classées dans la *nouvelle économie* au cours des années 1990 est venue donner un jour nouveau à ce débat et, surtout, a conduit à d'autres interrogations concernant, en particulier, la manière dont se transforment les systèmes de *corporate governance*.

Aussi, nous souhaitons dans cet article retourner la problématique traditionnelle en considérant la manière dont un choc technologique modifie les équilibres de corporate governance. Il ne s'agira donc pas de soulever la question traditionnelle (*une forme particulière de corporate governance permet-elle d'innover ?*), mais plutôt de montrer comment un choc impacte sur des formes spécifiques de *corporate governance*.

Dans cette optique, nous analyserons les transformations de la *corporate governance* dans le secteur des télécommunications en Europe, en plaçant un accent particulier sur les opérateurs offrant des services de téléphonie mobile. Ce choix est motivé par une série d'observations qui confèrent à ce secteur un intérêt particulier selon cette problématique.

La décennie 1990 a en effet été marquée par l'accélération de sa déréglementation avec, à la clé, des opérations d'ouverture du capital d'entreprises publiques jusqu'alors largement en position monopolistique. Si les modalités de ces déréglementations n'ont pas été totalement

* CEPN-CNRS Université Paris XIII.

uniformes¹, elles aboutissent dans chaque cas à l'entrée d'intérêts privés dans le secteur avec comme conséquence une redéfinition profonde des équilibres de la *corporate governance*, qu'il s'agisse de l'arrivée de nouveaux actionnaires dans le capital des ex-entreprises publiques ou de l'entrée d'entreprises sur un marché jusqu'alors hermétiquement fermé. Cette transformation de l'équilibre réglementaire du secteur est en outre associée à une dynamique récente dans le domaine de la téléphonie mobile : le taux de pénétration a atteint 55 % en 2000 avec près de 200 millions d'abonnés à des services mobiles dans l'UE et une soixantaine d'opérateurs exploitant des licences.

L'intérêt d'examiner la *corporate governance* dans ce domaine de la téléphonie mobile est de surcroît motivé par l'introduction de l'UMTS², standard de téléphonie mobile de 3^{ème} génération (3G), appelé à être progressivement substitué au GSM en vigueur jusqu'alors³. Par une décision du 14 décembre 1998⁴, le Parlement et le Conseil européens ont imposé aux États membres de l'Union l'obligation de définir des dispositifs d'octroi de licences pour le développement de réseaux de téléphonie mobile de 3^{ème} génération. Cette décision a été ou sera mise en œuvre selon des procédures d'enchères (Grande-Bretagne et Allemagne), de sélection comparative des candidatures (Espagne, Pays scandinaves, Belgique, France) ou selon une combinaison de ces modalités (Italie).

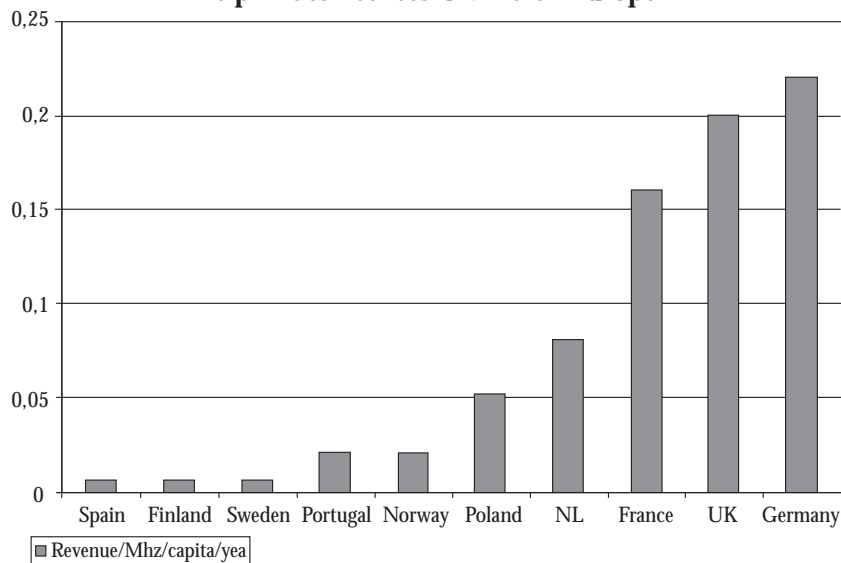
Les enchères britanniques (mai 2000), puis allemandes (août 2000), ont orienté le coût des licences vers la maximisation des revenus immédiats des États avec des recettes comprises entre 40 et 50 milliards d'euros. Ces résultats obtenus ont placé les États membres dans une forme de concurrence en vue de dégager officiellement des ressources nouvelles affectées au désendettement de l'État. Dans ce contexte, il s'avère - comme le suggère le graphique n°1 - que l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France sont les trois États qui feront peser la charge la plus importante sur les opérateurs. Le montant global des redevances pourrait représenter un transfert de valeur de l'ordre de 150 milliards d'euros des actionnaires vers les États européens.

Cette campagne d'allocations prend à la fois des formes inattendues et chaotiques :

- inattendues dans la mesure où les licences GSM avaient été octroyées en contrepartie d'un péage très modique. La pénétration accélérée du GSM au cours des dernières années de la décennie 1990 a rappelé aux États que le spectre pouvait avoir une valeur économique ;
- chaotiques, parce que les autorités européennes ont seulement déterminé un calendrier et des principes généraux d'allocation sans pousser plus loin la coordination entre les États-membres. On constate que la charge par habitant est très différente selon les États et que, de toute évidence, l'ordre d'entrée en scène a été déterminant. La Grande-

Bretagne et l'Allemagne sont parvenus à céder leurs licences à des prix très élevés en 2000, tandis que la Belgique et la France en 2001 ont obtenu moins de candidats que de licences proposées dans leur « concours de beauté ».

Graphique n°1
Le prix des licences UMTS en Europe



Source : Autorités de régulation nationales.

L'impact de ce processus d'allocation des licences UMTS sur la *corporate governance* des télécommunications européennes nous semble mériter attention pour plusieurs raisons :

- primo, l'ampleur du transfert de ressource des actionnaires vers les États - combiné aux investissements prévisibles dans les nouveaux réseaux - a un impact rapide et profond sur la structure de l'industrie européenne des télécommunications qui aura été profondément redessinée durant l'année 2000. Se précisent désormais les contours d'un « oligopole avec frange »⁵. Le cœur de cet oligopole sera occupé par les détenteurs de plusieurs licences qui bénéficieront d'avantages issus de la 2^{ème} génération (2G) (économies d'échelle et d'envergure, effet de parc...) et qui seront localement en concurrence avec une frange d'opérateurs dépourvus de ces avantages compétitifs et parfois également désavantagés par une entrée tardive sur le marché 2G ;

- secundo, « UMTS, has been conceived as a 'world' standard, even though it remains organisationally anchored in Europe. GSM, by contrast, was initially conceived only as a pan-European standard, though it nearly became a 'world' standard by default », (Hommen &

Manninen, 2000). Cette redéfinition des limites géographiques annonce à la fois l'arrivée de nouveaux acteurs dans le champ européen (notamment le japonais NTT DoCoMo), mais également la conquête de marchés extérieurs à l'Union pour les firmes européennes ;

Encadré n°1

Recommandations de l'UMTS Forum concernant la fixation du prix du spectre hertzien

• *Spectrum pricing may be used as an incentive for efficient spectrum use, provided that these charges are fair, proportionate, transparent and competition neutral. They should mainly be motivated by cost-recovery and not by maximisation of revenue. The benefits, however, should be carefully weighed against the potential damage on the service.*

• *When selection of licensees is necessary because of lack of frequencies the administrative comparative approach should be preferred over auctions or lotteries. Auctions lead to high up-front fees, which will increase the tariffs for the consumers, slow down the development of new, innovative services, such as UMTS services, diminish the infrastructure investments and harm competition. Lotteries provide no assurance that a competent operator will be awarded a licence.*

• *Spectrum pricing as an instrument of taxation must be avoided, as it will have a direct negative impact on the growth of the telecommunications market and the general economy. Such a taxation will in the long run diminish the total income for the State. High market values should be an incentive for regulators to find more spectrum, which will benefit the public more than excessive transfers of money to the public funds.*

• *Taking into account that the UMTS market is still at a very early stage of development, any regulatory actions regarding UMTS spectrum should be aimed at encouraging investments in UMTS systems. The UMTS business case study indicates that high fees will have a negative impact. Large downpayments at the beginning of the licence period should be avoided, in favour of charges related to the use of the system, like royalty or annual fees.*

• *Due consideration should be given to the particular global nature of satellite systems when seeking to establish a suitable mechanism for defining licensing costs and spectrum pricing for the UMTS satellite component.*

Source : UMTS Forum (1998), « The impact of licence cost levels on the UMTS business case », Report #3.

- tertio, les États sont encore très présents dans le capital de certaines firmes dominantes en Europe (Deutsche Telekom, France Telecom), mais

ne sont pas ailleurs en charge des processus d'allocation des fréquences. Le cas de l'UMTS conduit à aborder la question de la position de l'État-actionnaire dans un tel contexte et de sa cohabitation avec des actionnaires plus conventionnels, notamment les institutionnels anglo-saxons, significativement présents dans le capital de ces entreprises.

Nous tenterons dans un premier temps d'indiquer l'impact de l'UMTS sur les structures du capital dans l'industrie des télécommunications, puis nous mettrons l'accent sur les transformations observables des pratiques de *corporate governance* en accordant une attention particulière à quelques firmes européennes. Ces développements nous conduiront notamment à des conclusions sur la situation spécifique des télécommunications dans la dynamique de la *corporate governance* en Europe.

L'INTRODUCTION DE L'UMTS PROVOQUE UN CHOC CAPITALISTIQUE SUR LES OPÉRATEURS DE TÉLÉPHONIE MOBILE

Une redéfinition des frontières capitalistiques

Contrairement à la 2^{ème} génération (2G) où l'offre s'est largement structurée autour de firmes locales - à commencer par les opérateurs historiques - l'attribution des licences 3G en Europe accélère la constitution d'un oligopole européen des télécommunications. L'UMTS redéfinit en effet à la fois le marché pertinent de la téléphonie mobile et la taille critique des firmes. La ponction opérée par les États sur les marchés anglais et allemand, combinée aux coûts d'installation des réseaux, a amorcé une « force centrifuge » parmi les opérateurs européens en induisant des barrières à l'entrée très élevées⁶ (au moins pour intégrer le noyau de l'oligopole) et conduit à redessiner les frontières capitalistiques par des opérations de fusion ou d'acquisition. Ces opérations sont partiellement recensées, pour l'année 2000, dans le tableau n°1.

Les firmes européennes jusqu'alors présentes sur le marché GSM poursuivent deux types d'objectifs :

- pour les firmes dominantes sur l'offre de services 2G, il s'agit d'intégrer le noyau de l'oligopole par une stratégie d'acquisitions ou d'alliances permettant d'accéder à l'UMTS sur plusieurs des grands marchés européens. Vodafone, France Telecom, Deutsche Telekom ou bien encore Telefonica entrent dans cette catégorie de firmes ;
- pour les firmes plus marginales, il s'agit de préserver une présence sur leur marché national dans la transition en obtenant une licence 3G et, éventuellement, de prolonger une offre de téléphonie mobile sans licence. Telia, opérateur historique suédois qui a échoué au « concours de beauté » local, a dû s'allier avec l'un de ses concurrents pour espérer investir le marché 3G. Bouygues Telecom en France, dernier entrant sur la 2G, a refusé de dépo-

ser un dossier de candidature en espérant un nouveau tour d'attribution avec un prix de cession inférieur et envisage de développer la technologie Edge susceptible d'offrir un haut débit sans licence UMTS par amélioration des techniques de compression.

Tableau n°1
Principales opérations d'acquisition dans la téléphonie mobile en 2000

	Acquéreur	Cible	%	Montant (G euros)
3/2	Vodafone (UK)	Mannesmann (D)	100	171
24/3	France Telecom (F)	MobilCom (D)	28,5	3,7
14/4	British Telecom GB)	Terfort (NL)	50	1,9
10/5	NTT DoCoMo (J)	KPN Mobil (NL)	15	4
30/5	France Telecom (F)	Orange (UK)	100	49,8
13/6	Telenor (N)	Sonofon (DK)	53,5	1,8
23/6	Telia (Swe)	Netcom (N)	51	1,4
15/7	Vodafone (UK)	Airtel (E)	43,5	11,1
18/8	British Telecom (UK)	Viag Interkom (D)	45	7,3
8/11	Orange (F)	Orange Communications (Swi)	45	1,1
22/11	Vodafone (UK)	Swisscom Mobile (Swi)	25	2,8

10

L'oligopole n'est pas stabilisé de sorte que l'on devrait observer d'autres absorptions d'éléments de la frange par le noyau (ou des alliances) au fil de l'attribution des licences européennes 3G pour consolider le dossier de candidature des premiers et offrir la possibilité aux seconds de pénétrer de nouveaux marchés.

Quoi qu'il en soit, les limites du noyau se dégagent aujourd'hui assez nettement : Vodafone et France Telecom disposent d'un accès à la plupart des principaux marchés européens. France Telecom, cependant, occupe parfois une participation minoritaire comme en Allemagne et en Italie. Les autres opérateurs présentent des résultats plus « mitigés ». British Telecom dispose à la fois d'une présence moins étendue que Vodafone et France Telecom, tout en étant souvent minoritaire. Deutsche Telekom ne devrait être présent que dans la moitié des grands marchés, mais aura un contrôle complet de l'exploitant sur deux marchés importants (Allemagne et Royaume-Uni). Le géant italien TIM souffrira d'être absent en Allemagne, au Royaume-Uni et en France. Telefonica n'est assuré d'être présent que sur 3 des 6 principaux marchés d'Europe avec, en Allemagne et en Italie, le handicap que ses consortia ne disposent pas de licences GSM.

Mais, dans la restructuration du secteur, il convient également de prendre en compte les équipementiers. Les équipementiers sont, d'une part

ramenés vers le centre du jeu pour partager les risques financiers pris par les opérateurs (voir infra). En outre, ils sont tentés par l'offre de services qui pourrait s'avérer plus profitable que la vente de terminaux. Motorola devrait par exemple proposer aux opérateurs toute une gamme de services spécialement conçus pour les téléphones GPRS et UMTS. D'autres formes de partenariats se profilent comme l'alliance de Vodafone et Sony pour l'offre de jeux.

Tableau n°2
Les fournisseurs de l'UMTS en Europe

Pays	Opérateur	Equipementiers pressentis
France	Itineris SFR	Nokia, Alcatel Nortel, Nokia, Alcatel, Siemens
UK	BT Cellnet Vodafone One 2 One	Nortel Ericsson Nokia, Nortel, Siemens
Germany	T-Mobil Vodafone D2 MobilCom Marabu	Nokia, Nortel, Siemens Ericsson, Siemens Ericsson, Nokia Lucent, Siemens
Italy	Tim Omnitel Wind Andala	Ericsson, Siemens Ericsson, Nokia Ericsson, Nokia Ericsson
Spain	Telefonica Airtel Xfera	Ericsson, Nokia, Motorola Nortel Ericsson, Nortel
Portugal	TMM Optimus	Ericsson, Alcatel, Siemens Ericsson
Austria	Max. Mobil	Nokia, Nortel, Siemens
NL	Telfort	Ericsson
Switzerland	Swisscom	Ericsson
Norway	Telenor	Ericsson
Sweden	Tele1	Ericsson
Finland	Sonera Radiolinja Alands Suomen 2G/3G	Ericsson, Nokia Siemens Ericsson Ericsson, Nokia

Estimations mars 2001.

*Des risques financiers aigus
combinés à des incertitudes techniques et commerciales*

Nous venons d'observer que la phase amont du développement d'un marché des services 3G est l'occasion de la redéfinition des frontières capitalistiques entre les opérateurs de téléphonie mobile, en même temps que de nouvelles relations s'établissent avec les équipementiers et, probablement, avec des offreurs de services notamment issus de l'industrie de la communication.

L'amorce de cette recomposition s'opère dans la plus grande incertitude concernant la nature de ces services 3G et leur pénétration. Cette incertitude est un problème d'autant plus aigu que, pour les entreprises ayant intégré le cœur de l'oligopole, l'accès aux licences a pris la forme d'une course en avant qui s'est traduite par une montée très sensible de l'endettement. Des entreprises comme France Telecom ou Deutsche Telekom ont vu dans ce contexte leur endettement atteindre ou dépasser les 60 milliards d'euros. Cette montée s'est traduite par une dégradation de la notation de ces firmes par les agences de rating et, même, par une mise en garde de la Banque centrale européenne sur la concentration des engagements bancaires dans ce domaine d'activité.

Cet accroissement de l'endettement a résulté de la combinaison de deux phénomènes :

- les licences ont été octroyées par chaque État-membre sans coordination de sorte que le niveau d'accès à certains marchés nationaux - lorsqu'il s'est agi d'attributions par enchères - a très sensiblement fluctué au gré des anticipations des acteurs sur le développement commercial des services 3G ;
- les opérations de fusion ou d'acquisition ont en partie été financées en actions. Comme les cours des firmes de télécommunication ont drastiquement varié durant l'année 2000, certaines firmes (cf. le cas de France Telecom et d'Orange) ont vu leur équilibre financier perturbé par la décote générale des entreprises du secteur.

Au total, la conduite d'un processus d'attribution de licences non coordonné a produit des chocs quasi « aléatoires » sur des opérateurs aujourd'hui fragilisés et confrontés aux incertitudes relatives au développement technique et commercial de la 3G. Cette situation d'incertitude est bien « repérée » théoriquement. Comme l'ont montré Katz & Shapiro (1985), les effets de réseau influencent significativement l'adoption et donc la diffusion de technologies nouvelles : en présence d'externalités de demande, l'utilité retirée par un agent de la souscription d'un service est fonction du nombre d'agents souscripteurs (services vidéo pour la 3G par exemple), en présence d'externalités d'offre, la baisse des coûts de production est liée à des économies d'échelle ou à la mise sur le marché de services complémentaires⁷.

Tableau n°3
Principales émissions d'obligation en 2000

	Émetteur	Montants (G euros)
Février et mars	Vodafone	10,5
Mai et juin	Deutsche Telekom	28,4
Mai et septembre	KPN	10,9
Septembre	Telefonica	6,8
Octobre	France Telecom	5
Décembre	British Telecom	11,4

Tableau n°4
Endettement (G euros) et notation des principaux opérateurs par Standard & Poor's (2/2001)

BBB	BBB+	A-	A	A+
Technost (38)	KPN (15)	Deutsche Telekom (65)	Vodafone (16) France Telecom (60) British Telecom (35)	Telefonica (15)

La conséquence est que la rentabilisation des investissements (licence + constitution du réseau) suppose à la fois une pénétration élevée des services et des dépenses importantes par les usagers européens (Benzoni & Geoffron, 2000). Or, pour l'heure, la date même de mise en activité des réseaux et de développement des services est indéterminée. Les opérateurs pourraient voir réduite sensiblement la durée exploitable de leurs licences (pour une durée totale de 15 à 20 ans). Cette situation n'est pas spécifique à l'Europe. Certains fournisseurs de terminaux annoncent également une mise sur le marché plus tardive de terminaux. Cette configuration conduit d'ailleurs les acteurs à s'adapter en particulier pour rationaliser les coûts de construction du réseau par des formes de coopérations. Les opérateurs allemands estiment que la mutualisation de certains investissements permettrait de réduire la charge globale d'investissement de 20 %, tout en permettant d'envisager une mise en service plus rapide.

*L'UMTS ACCÉLÈRE UN MOUVEMENT D'HOMOGENÉISATION
DES PRATIQUES DE « CORPORATE GOVERNANCE »*

La téléphonie mobile de 3^{ème} génération est désormais appréhendée par les actionnaires comme un facteur de risque. Les opérateurs historiques - traditionnellement peu endettés - sont placés dans l'obligation d'assainir leurs bilans. Les investisseurs se détournent d'ailleurs des groupes les plus endettés comme Deutsche Telekom et France Telecom ou de ceux qui devraient rencontrer des difficultés pour réduire leur charge



comme British Telecom. Les opérateurs de taille moyenne, comme KPN, qui se sont exposés au risque 3G pourraient même être sujets à une « malédiction du vainqueur ».

Ce « choc capitalistique » dans ce contexte d'incertitude subi par les opérateurs est indubitablement un facteur d'accélération des transformations des pratiques de *corporate governance*. Dans ce domaine, il est à la fois manifeste que la déréglementation progressive du secteur durant la décennie 1990 et l'ouverture du capital des opérateurs historiques a produit, mécaniquement, des transformations des pratiques. Inutile d'insister pour convaincre que la relation avec un actionnaire unique, l'État, dans un contexte de monopole est différente de celles qui se tisseront avec des actionnaires porteurs d'intérêts multiples - et notamment des investisseurs institutionnels anglo-saxons - dans une phase de saut technologique induisant des besoins de financement considérables.

On observe donc une homogénéisation des pratiques de *corporate governance* qu'il convient cependant de mettre en regard de la structure du capital et des relations entre les différents stakeholders pour en apprécier les effets réels.

Une homogénéisation des pratiques observables...

14

Notons tout d'abord que nous sommes conduits à observer une transition encore en cours. La transformation qui s'opère est certes rapide, mais elle fait suite à des changements de statut trop récents pour que le cadre de la *corporate governance* des opérateurs européens soit stabilisé. Souvenons-nous, en particulier, que l'ouverture du capital de Deutsche Telekom remonte à 1996 et celle de France Telecom à 1997.

Cette réserve étant formulée, il est manifeste que ces firmes dessinent l'architecture de mécanismes de *corporate governance* très proches. Cette convergence s'explique par leur dépendance par rapport aux marchés d'action pour leur financement ou pour la réalisation d'opérations d'acquisition. Un respect des intérêts des actionnaires marginaux permettra d'augmenter la capitalisation boursière et d'obtenir, par ce fait, certains moyens d'une croissance externe. En outre, la cotation de ces firmes en dehors de leur espace financier national est aussi un facteur de rapprochement des pratiques. Un opérateur comme Telefonica est coté sur les marchés boursiers espagnols (Madrid, Barcelone, Bilbao, Valence), ainsi sur des marchés étrangers (Londres, Paris, Francfort, New York et Tokyo). Ajoutons que les fusions ou acquisitions transnationales (Vodafone-Mannesman, France Telecom-Orange) constituent également une tendance qui concourt à une convergence des pratiques.

On observe en conséquence une volonté des opérateurs de se mettre en conformité, dans les grandes lignes au moins, avec les règles de « bonne *governance* » définies par les investisseurs institutionnels et qui vont dans

le sens du respect des droits des actionnaires marginaux et de la mise en place de systèmes d'incitations qui rapprochent les objectifs des managers et de catégorie d'actionnaire.

Cette « standardisation » est observable à trois niveaux :

- *les organes de direction* : la proportion d'administrateurs indépendants augmente, tandis que le recours à des comités spécialisés (audit, nomination, rémunération) devient la règle ;
- *le mode de communication avec les actionnaires* : toutes les firmes revendiquent une communication « proactive » avec la publication de données financières trimestrielles et des points d'information réguliers avec les représentants des investisseurs institutionnels. Ces *road shows* conduisent les dirigeants à expliciter pas à pas les résultats obtenus et la stratégie en œuvre⁸. La diffusion d'informations porte également sur les rémunérations perçues par les dirigeants ;
- *le mode de rémunération des managers* : le développement de *stock options* comme partie prépondérante de la rémunération perçues par les managers devient la norme. Cette évolution s'explique à la fois par les attentes formulées par les actionnaires d'intéresser très directement les managers aux évolutions du cours des actions, mais également d'attentes de ces derniers qui, positionnés sur un marché du travail très concurrentiel, privilégient les firmes qui présentent de telles incitations⁹.

Des différences sont certes encore perceptibles : Vodafone diffuse de façon très détaillée des informations sur la rémunération de ses managers en donnant des indications nominatives, tandis que France Telecom ne fournit que des indications globales. Le statut de cette dernière, en outre, ne lui permet pas de proposer à ces cadres dirigeants de *stock options* sauf à l'avenir dans le cadre de sa filiale Orange. Dans le même ordre d'idées, la fonction réelle des comités spécialisés n'est pas encore établie : si elle constitue d'ores et déjà un réel contre-pouvoir chez les opérateurs anglo-saxons (Vodafone, Colt¹⁰), à ce stade leur mise en œuvre semble encore très expérimentale chez les opérateurs d'Europe continentale. C'est sans doute pour cette raison que ces derniers arrivent assez haut dans le classement des entreprises de la zone euro pour le respect des normes de *corporate governance*¹¹. Les investisseurs institutionnels qui produisent ce type de classement considèrent ainsi que ces firmes sont très perfectibles dans ce domaine.

... mais des effets réels différenciés en fonction de la structure du capital

Il n'est pas possible de juger, *in abstracto*, de l'effet de ces mécanismes de *corporate governance*. En effet, leur fonction est déterminée par la volonté des actionnaires périphériques d'établir des contre-pouvoirs les garantissant de la captation de rentes par les groupes d'intérêts (managers ou autres *stakeholders*). Or, en l'espèce, toutes les firmes européen-



nes ne présentent pas le même type de « menaces » pour ces investisseurs. Pour en juger, il est possible d'opposer, parmi les leaders européens, le cas Vodafone à ceux de Deutsche Telecom et de France Telecom en considérant la structure de leur capital.

D'une part, Vodafone est une firme dont le capital est largement fractionné, représentation typique du modèle *outsider* dans lequel les actionnaires courent le risque d'être évincé du pouvoir par les managers. Dans cette configuration, aucun actionnaire n'a en effet la possibilité d'assurer un monitoring efficace des managers bénéficiant de l'asymétrie d'information que leur confère leur fonction. Dans ce contexte, l'adoption de normes de *corporate governance*, selon les principes que nous avons mentionnés, est susceptible de produire un monitoring efficace. En outre, le fractionnement de l'actionnariat laisse planer la menace crédible d'une sanction par le marché financier sous la forme d'une OPA.

Deutsche Telekom et France Telecom présentent, d'autre part, un profil très différent. Dans chacun de ces cas, l'État reste majoritaire, sans que cette prépondérance soit contestée par un autre actionnaire important. En l'espèce, les investisseurs institutionnels qui détiennent environ 20 % du capital sont confrontés à un risque de ne pouvoir peser sur les décisions stratégiques. De surcroît, pour ces deux firmes, la mise en œuvre de principes évoqués reste encore aujourd'hui assez expérimentale. En particulier, le développement de modes de rémunération associés au capital est plus lent. Ces deux firmes présentent encore aujourd'hui - et durablement sans doute - une structure du capital *insider*. Dans ce cas, la surveillance exercée par les actionnaires périphériques ne peut déboucher sur une sanction directe de l'actionnaire central ou de l'équipe de direction qui en est l'émanation. On est tenté d'établir un lien entre cette structure du capital et le fait que, par ailleurs, DT et FT soient aujourd'hui les opérateurs les plus endettés en volume.

Notons encore que cette présence de l'État actionnaire peut prendre de formes différentes en produisant des effets voisins. Ainsi, si l'État espagnol ne détient plus que 0,1 % du capital de Telefonica, cette participation lui confère une *golden share* qui permet de conserver un certain contrôle sur le groupe jusqu'en 2022. L'État dispose d'un droit de veto sur les décisions stratégiques, notamment les prises de participation supérieures à 10 %, la vente de participations de filiales du groupe, les politiques de fusion et les modifications de l'objet social de la compagnie.

Nous pouvons retenir de ce qui précède que si les pratiques de *corporate governance* sont en cours d'homogénéisation dans le secteur, cette tendance produit un agencement hybride : les firmes d'Europe continentale issues de monopoles nationaux conservent encore une structure du capital *insider* sur laquelle se greffent progressivement les attributs de la *corporate governance outsider*. Cette greffe est une nécessité induite par



les besoins de financement de ces firmes. Ces attributs de la *corporate governance outsider* étant une forme de barrière en l'entrée sur les marchés d'action, ces firmes sont conduites à les adopter.

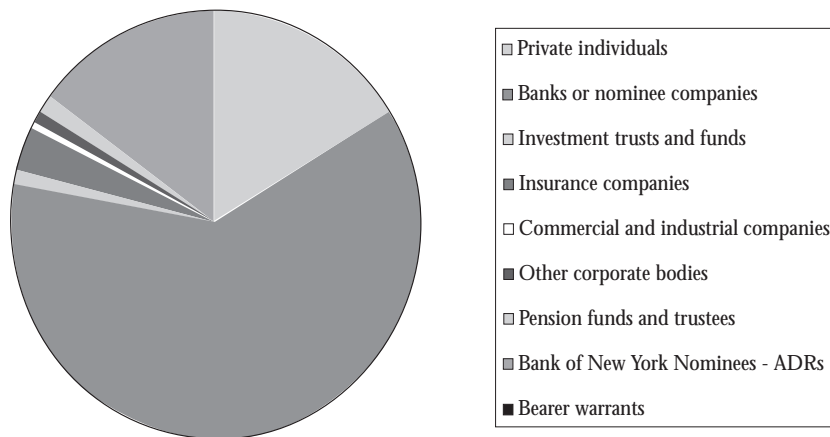
Toutefois, il ne faudrait pas en conclure que, dans ces firmes hybrides, les actionnaires périphériques sont en butte à un actionnaire prépondérant et retranché qui les spolie. Ce serait prêter à l'État-actionnaire une rationalité conventionnelle. Or - de l'aveu même de responsables d'entreprises publiques (Geoffron, 2000) - les États se caractériseraient plutôt par une forme de schizophrénie. On entend par là que, par exemple, la France et l'Allemagne ont, pour des raisons budgétaires, privilégié des modalités d'attribution maximisant la valeur des licences. Or, ces choix - qui nous semblent être un contresens en termes de politique industrielle - sont douteux du point de vue de l'intérêt de l'État-actionnaire. En effet, cette orientation donnée aux attributions a contribué à réduire considérablement la valeur de la participation de ces États dans leurs opérateurs historiques. Dans le cas français, cette décote sera très supérieure aux rentrées fiscales associées à l'octroi des licences. On comprend ainsi que l'État n'a pas une sensibilité extrême à la création de valeur pour l'actionnaire. Il ne s'agit pas d'instruire son procès à partir d'un tel argument : l'idée que l'État puisse prendre des décisions qui ne soient pas corrélées à l'évolution à court-terme d'un cours d'action ou d'un dividende est plutôt réconfortante. Cependant, de telles décisions ne sont pas de nature à apaiser des investisseurs institutionnels en position d'actionnaires périphériques. Ajoutons que, dans ce contexte, les comités spécialisés et autres administrateurs indépendants ont probablement une efficacité réduite.

*QUE NOUS APPRENNENT LES TÉLÉCOMMUNICATIONS
SUR LA TRANSFORMATION DES MODES
DE « CORPORATE GOVERNANCE » ?*

Les télécommunications nous donnent à observer un secteur dont les pratiques de *corporate governance* s'homogénéisent rapidement. Les attributs de la *corporate governance* (organes de décisions et de contrôle, diffusion des informations, incitation des managers) se modifient au fil des attentes des actionnaires périphériques que sont les investisseurs institutionnels anglo-saxons. Les transformations qui s'opèrent vont assez clairement et assez rapidement dans le sens des normes de « bonne *governance* » émises par ces investisseurs ou par l'OCDE. L'introduction de l'UMTS, en accroissant la dépendance des opérateurs par rapport aux marchés d'action, est indubitablement un facteur qui contribue à accélérer cette évolution apparue à mesure des avancées de la déréglementation du secteur et de la privatisation de ses acteurs dans la décen-

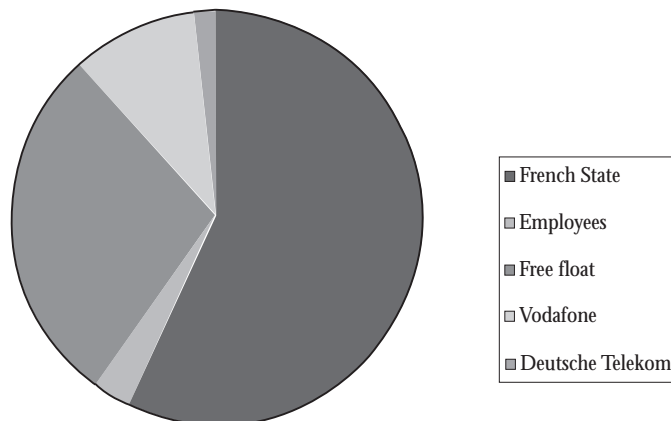
nie 1990. En outre, comme l'UMTS n'est pas une norme circonscrite à l'Europe (contrairement au GSM), les marchés potentiels pour les acteurs sont plus étendus, ce qui alimente un flux de fusions ou d'acquisitions. Ces opérations ont notamment pour effet de confronter les pratiques de *corporate governance* d'entreprises de nationalités différentes.

Graphique n°2
Répartition du capital de Vodafone (2000)

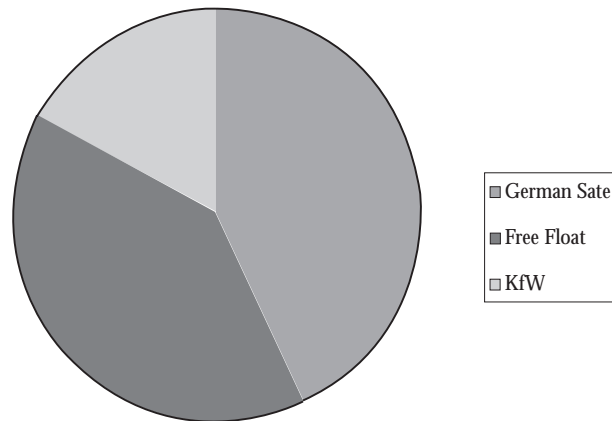


18

Graphique n°3
Répartition du capital de France Telecom (2000)



Graphique n°4
Répartition du capital de Deutsche Telekom (2000)



On peut ainsi dire que l'UMTS conduit à tester la robustesse de ces mécanismes de *corporate governance* :

- les besoins d'investissement produisent un choc capitalistique qui a comme conséquence une redéfinition des frontières des groupes et un accroissement de la concentration ;
- l'incertitude associée au développement technique et commercial de cette norme induit des fluctuations considérables des cours boursiers des opérateurs... ;
- ... et incite au développement de nouvelles stratégies de coopération avec les équipementiers (pour partager la charge du financement) ou entre opérateurs (pour rationaliser les investissements nécessaires à la constitution de réseaux).

Toutefois, ce constat de convergence mécanique ne vaut que pour une analyse circonscrite aux attributs directs et visibles de la *corporate governance*. Les firmes européennes présentent encore des structures de capital différenciées avec, pour certaines comme Vodafone, une forte dispersion et, pour d'autres comme France Telecom, Deutsche Telekom ou bien Telecom Italia, la présence encore prépondérante de l'État-actionnaire. Aussi, selon ces différentes configurations, les outils de *corporate governance* n'ont pas totalement les mêmes effets. Dans le premier cas, la logique reste assez classiquement celle d'une firme *outsider* dans laquelle les actionnaires cherchent à se prémunir contre le retranchement des managers. Dans le second cas, les actionnaires périphériques peuvent essentiellement sanctionner la firme en vendant les titres dont ils disposent, sans capacité de s'opposer directement au pouvoir de



l'actionnaire principal. Mais, l'intrusion de l'UMTS dans le panorama de la *corporate governance* des télécommunications est venue crédibiliser cette menace d'une stratégie « *d'exit* » des actionnaires à défaut de pouvoir faire entendre leur « *voice* » : s'il est possible de maltraiter ses actionnaires marginaux en période de stabilité technique, une telle attitude devient plus difficile durant une transition vers la 3G qui requiert des investissements colossaux.

La question de l'UMTS invite également à évoquer le débat sur le *courtermisme* des systèmes de *corporate governance*. Force est de convenir que le financement par le marché, en univers très incertain, d'investissements à rentabiliser sur des durées de 15 à 20 ans s'est avéré très périlleux. Les firmes visant le cœur de l'oligopole ont pris des engagements basés, en quelque sorte, sur des cours boursiers au plus haut et doivent aujourd'hui y faire face en période de basses eaux avec, en conséquence, des niveaux d'endettement parfois déraisonnables. Elles ont en perspective une période durant laquelle elles devront donner satisfaction à leurs actionnaires à court terme, tout en exploitant des réseaux dont la rentabilisation s'annonce au mieux pour 2007. Notons enfin que le cas des télécommunications illustre l'autonomisation croissante d'un secteur par rapport aux cadres nationaux. Reprenons sur ce point les termes de Streck (2000) : « National reforms of corporate governance in Europe were frequently preceded by changes in the practice of leading companies, and in this sense only ratified and generalized what was already under way. In adjusting to the new capital market pressures, for example by improving information for minority shareholders, firms in different countries adopted similar practices, regardless of differences in domestic national regimes. At the same time, company practice within identical regimes seems to have become more different, also over time; the evolution of the German response to hostile takeovers, from Continental to Mannesmann, took place in spite of a basically unchanged legal environment. Both identical behavior in different systems and different behavior in identical systems testify to a declining capacity of national regimes in an international economy to control domestic firms, and to the emergence of large firms as increasingly independent strategic actors acquiring a growing capacity, in a more competitive and uncertain environment, to respond to challenges autonomously and in a way that fits their individual needs and circumstances ».

Il n'est certes pas question, sur la base de ce seul exemple, de clore le débat en indiquant que les systèmes nationaux de *corporate governance* se transforment uniquement sous la pression de marchés libéralisés : marchés financiers, marchés de produits et services, marchés du travail, ... Cependant, le cas des télécommunications semble bien illustrer cette forme de pression et une convergence rapide dont les effets sont tempo-



rairement freinés par l'inertie des structures du capital. L'introduction de l'UMTS joue dans ce domaine le rôle d'un accélérateur puissant.

NOTES

1. Stefanescu & Le Blanc (1999) distinguent : « trois approches différentes de la libéralisation du marché des télécoms : - une transition brusque d'un monopole très réglementé à une concurrence réglementée (ex : Allemagne) ; - une transition graduelle du monopole réglementé à la concurrence (ex : Pays-Bas) ; - un passage graduel d'un monopole non-réglementé à la compétition en voie de réglementation (ex : Suède).
2. Universal Mobile Telecommunications System
3. Voir sur la succession des différentes générations : Hommen L., Manninen E. (2000), « Three Generations of Mobile Telecommunications Systems & Services : European Standards, 1970 to 2000 », Third ESSY-meeting, June 1-3, 2000, Berlin.
4. JOCE, L 17/1 du 22.1.99.
5. Selon la définition de Sylos-Labini P.S. (1962), *Oligopoly and technical progress*, Harvard University Press.
6. Coût évalué par exemple dans la fourchette 5-8 milliards d'euros pour la France, ce qui conduira les opérateurs français à un investissement global (licence + réseau) de 10 à 13 milliards d'euros.
7. « Depending on the predominant usage type of a telecommunication service, the impact of direct or indirect network effects may vary between negligible to decisive, for adoption and diffusion. For example, while using home-banking services, at best indirect network effects are at work. The extent to which others use the service is largely unimportant for the adoption decision, i.e. there are no direct network effects. Using telecommunication services for interactive communications with others, i.e. sending and receiving messages, entails direct network effects ». (Schoder D., 2000).
8. Pour exemple, pour Deutsche Telekom « Our investor relations policy is one of regular, open communications with shareholders and other participants in the capital market. Our goal is to provide detailed reliable information, enabling investors and the financial community to make a fair assessment of the T-Share in the capital market. One new feature in reporting is the timely announcement of quarterly figures based on preliminary calculations. We met and fully briefed our major investors at five roadshows in Europe, Asia and the United States. In addition to these efforts, we again organized analysts meetings at our company headquarters. Deutsche Telekom also focuses its efforts on meeting the needs of its 2.25 million private investors » (Annual Report 2000).
9. « The Remuneration Committee intends that, in future, base salary and short term incentive plans (at the 100 % of base salary target level) will represent approximately 25 % of total target remuneration. The remaining 75 % of target pay will be delivered by share option based incentive plans which will incorporate very stretching performance targets. All options under this policy will be granted at market value and award levels for options will be determined using the Black Scholes formula, an internationally accepted methodology for valuing share options. Amendments to the Company's incentive plans to permit the adoption of the Committee's policy are being proposed at the Company's Annual General Meeting » (Vodafone Annual Report 2000).
10. Colt, créé en 1994 sous l'impulsion du fonds d'investissement Fidelity, constitue une sorte « d'étalon » en terme d'adhésion au standard de corporate governance. Chaque rapport annuel comprend une partie dédiée au Corporate governance qui comprend notamment les rémunérations et les montants des stocks options de chaque dirigeant. Bien sûr les membres du conseil d'administration mais surtout les membres non pas des deux mais des quatre comités de surveillance : comité d'audit et comité des rémunérations mais aussi comité des nominations et comité de surveillance (surveille la gestion des affaires dans l'entreprise). Chaque comité (audit, rémunération, nomination, surveillance) fait un rapport qui est inclus dans le rapport annuel. Il est aussi joint au rapport annuel un rapport d'audit externe fait par PriceWaterhouseCoopers.
11. Voir en particulier une étude disponible (pour l'année 2000) sur le site de proxinvest (www.proxinvest.fr) et dans laquelle les firmes de télécommunication d'Europe continentale apparaissent aux rangs suivants : 9 Nokia, 59 France Telecom, 85 Telecom Italia, 89 Deutsche Telekom, 99 Ericsson.

BIBLIOGRAPHIE

- ABBOTT A., BRADY G. (1999), « The Liberalization of the Telecommunications Sector : A Rent-Seeking Perspective », *European-Journal-of-Law-and-Economics*, 8(1).
- AHN H., LEE M.H. (1999), « An econometric analysis of the demand for access to mobile telephone networks », *Information Economics and Policy*, n°11.
- AUTORITÉ DE RÉGULATION DES TÉLÉCOMMUNICATIONS (2000), « Annexe à la décision n°00-835 de l'autorité de régulation des télécommunications proposant au Ministre chargé des télécommunications les modalités et les conditions d'attribution des autorisations pour l'introduction en France Métropolitaine des systèmes mobiles de troisième génération ».
- BOURDEAU DE FONTENAY A. (1999), « Auctions vs. Beauty Contests, Is it the question ? », *Communications et Stratégies*, n°36.
- BOURREAU M., DEBROECK E. (1999), « Le développement de la concurrence dans la boucle locale : éléments de réflexion », *Communications et Stratégies*, n°36.
- BENZONI L., GEOFFRON P. (2000), L'impact des conditions d'octroi des licences 3G en France sur la concurrence entre les opérateurs, Tera-consultants.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1999), « Prochaines étapes de la politique en matière de spectre radioélectrique. Résultats de la consultation publique sur le Livre vert », Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social et au Comité des régions.
- FRAQUELLI G., VANNONI D. (2000), « Multidimensional performance in telecommunications, regulation and competition : analysing the European major players », *Information Economics and Policy*, n°12.
- FUNK J.L. (1998), « Competition between Regional Standards and the Success and Failure of Firms in the World-Wide Mobile Communication Market », *Telecommunications-Policy*, 22(4-5).
- GALBI D.A. (1999), « The Price of Telecom Competition : Counting the Cost of Advertising and Promotion », *Info*, 1(2).
- GANZ J.S., KING S.P. (2000), « Mobile Network Competition, Customer Ignorance and Fixed-to-Mobile Call Prices », University of Melbourne.
- GENTY L. (1999), « Auctions and comparative hearings : two ways to attribute spectrum licences », *Communication et Stratégies*, n°36.
- GEOFFRON P. (2000), « Le gouvernement des entreprises publiques », Rapport du groupe de réflexion « Gouvernement d'entreprise », ENSPTT.
- GEOFFRON P., RUBINSTEIN M. (2001), « Corporate governance and sectoral systems of innovation and production », ESSY TSEER Program, DG XII. En collaboration avec Marianne Rubinstein.
- GRUBER H. (2000), « The diffusion of mobile telecommunications in Central and Eastern Europe », European Investment Bank.
- GRUBER H., HOENICKE M. (1999), « The Road Ahead towards Third Generation Mobile Telecommunications », *Info*, 1(3).
- GRUBER H., VERBOVEN F. (2000), « The diffusion of mobile telecommunications in European Union », European Investment Bank.
- MAHER M.E. (1999), « Access Costs and Entry in the Local Telecommunications Network: A Case for De-averaged Rates », *International-Journal-of-Industrial-Organization*, 17(4).
- MAJUMDAR S.K. (2000), « With a little help from my friends? Cross-subsidy and installed-base quality in the U.S. telecommunications industry », *International Journal of Industrial Organization*, n°18.
- MORGAN STANLEY DEAN WITTER (2000), « Telecommunications services : 3G-abid too far ? », Equity Research Europe.
- OCDE (1999), « L'ouverture du marché et des échanges dans le secteur des télécommunications », DSTI/ICCP/TISP(99)5.
- OCDE (2000), « Prix des communications mobiles cellulaires : structures et tendances », DSTI/ICCP/TISP(99)11.
- PICORY C. (1999), « De l'usage des procédures d'enchères dans l'allocation des fréquences radioélectriques », *Communications et Stratégies*, n°36.
- RAGHBENDRA J., MAJUMDAR S.K. (1999), « A matter of connections : OECD telecommunications sector productivity and the role of cellular technology diffusion », *Information Economics and Policy*, n°11.

- ROS A.J. (1999), « Does Ownership or Competition Matter? The Effects of Telecommunications Reform on Network Expansion and Efficiency », *Journal-of-Regulatory-Economics*, 15(1).
- SCHODER D. (2000), « Forecasting the success of telecommunication services in the presence of network effects », *Information Economics and Policy*, n° 12.
- STRECK W. (2000), « The transformation of corporate organisation in Europe : an overview », 1st Conference of the Saint-Gobain Foundation for Economic Research.
- SYLOS-LABINI P.S. (1962), « Oligopoly and technical progress », Harvard University Press.
- UMTS FORUM (1997), « A Regulatory Framework for UMTS », Report #1.
- UMTS FORUM (1998), « Considerations of Licensing Conditions for UMTS Network Operations », Report #4.
- UMTS FORUM (1998), « The impact of licence cost levels on the UMTS business case », Report #3.
- VALLETTI T.M. (1999), « A model of competition in mobile communications », *Information Economics and Policy*, n°11.
- VALLETTI T.M., CAVE M. (1998), « Competition in UK Mobile Communications », *Telecommunications-Policy*, 22(2).
- WARE H. (1998), « Competition and Diversification Trends in Telecommunications: Regulatory, Technological and Market Pressures », *Journal-of-Regulatory-Economics*, 13(1).
- WHITE L.J. (2000), « US telephone deregulation: lessons to be learned, mistakes to be avoided », *Japan and the World Economy*, n°12.
- WRIGHT J. (2000), « Competition and termination in cellular network », University of Auckland.