

Décision n° 02–919 de l’Autorité de régulation des télécommunications en date du 15 octobre 2002 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d’interconnexion pour l’année 2003

L’Autorité de régulation des télécommunications,

Vu le code des postes et télécommunications, et notamment ses articles D. 99–17 et D. 99–22 issus du décret n° 97–188 du 3 mars 1998, relatif à l’interconnexion ;

Vu la décision n° 99–542 de l’Autorité de régulation des télécommunications en date du 7 juillet 1999 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d’interconnexion de France Télécom pour l’année 2000 ;

Vu la décision n° 00–997 de l’Autorité de régulation des télécommunications en date du 29 septembre 2000 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d’interconnexion de France Télécom pour l’année 2001 ;

Vu la décision n° 01–1005 de l’Autorité de régulation des télécommunications en date du 17 octobre 2001 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d’interconnexion de France Télécom pour l’année 2002 ;

Après en avoir délibéré le 15 octobre 2002 ;

Sur le cadre juridique

L’article D. 99–17 du code des postes et télécommunications prévoit que pour l’interconnexion " *les tarifs incluent une rémunération normale des capitaux employés pour les investissements utilisés, fixée dans les conditions de l’article D. 99–22* ".

L’article D. 99–22 du code des postes et télécommunications dispose que " *le taux de rémunération du capital est fixé en tenant compte du coût moyen pondéré des capitaux de l’opérateur [France Télécom] et de celui que supporterait un investisseur dans les activités de réseaux de télécommunications en France* ".

Sur la méthode employée par l’Autorité

La méthode retenue par l’Autorité repose, comme les années précédentes, 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 de France Télécom.

La mesure du coût des capitaux propres

Pour évaluer le coût des capitaux propres de France Télécom pour ses différentes activités, l'Autorité a utilisé la même méthode que celle utilisée en 1998, en 1999, en 2000 et en 2001 à savoir le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Cette méthode repose sur la formule suivante :

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

et nécessite l'établissement des paramètres suivants :

- le taux sans risque R_f : la valeur du taux sans risque choisi par l'Autorité est celle des obligations assimilables du Trésor (OAT à 10 ans) au 30 juin 2002 ;
- la prime de marché $(R_m - R_f)$: l'Autorité s'est appuyée sur les différentes études et analyses dont elle a eu connaissance pour retenir la prime de marché correspondant au taux de rentabilité attendu par les investisseurs ;
- le risque spécifique de l'investissement β (bêta) : pour calculer ce risque, l'Autorité s'est appuyée sur une méthode déjà utilisée les années précédentes, qui consiste à évaluer le β de France Télécom dans son ensemble à partir d'un échantillon d'opérateurs européens comparables.

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

Conformément à ce qui avait été fait les années précédentes, et sur la recommandation d'universitaires spécialisés en finance, l'Autorité n'a pas pris en compte l'avoir fiscal, comme c'est la pratique en France pour le calcul du coût des capitaux propres et elle a procédé à une évaluation économique (et non comptable) des fonds propres.

Le coût des fonds propres ainsi calculé est de 14,5% après impôt pour l'ensemble de France Télécom.

La mesure du coût de la dette

L'Autorité a déterminé le coût de la dette de France Télécom à partir du taux sans risque défini précédemment, auquel s'ajoute une prime de risque de la dette de l'entreprise. Ce coût de la dette avant impôt a été évalué à 6,6 % au 30 juin 2002, soit une augmentation de 0,2 point par rapport à l'an dernier, conformément aux données fournies par France Télécom dans son rapport d'activité. A ce taux de 6,6% avant impôt correspond un taux de 4,29% après impôt.

Le coût du capital

Le coût du capital pour France Télécom s'établit selon cette méthode à la moyenne pondérée des deux valeurs précédentes, soit 10,4% après impôt et 16% avant impôt.

S'agissant du taux réglementaire utilisé pour la tarification de l'usage d'un capital immobilisé, c'est le taux de rémunération du capital avant impôt qui prévaut.

Sur les vérifications opérées pour cette décision

La mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'Autorité a sollicité des expertises extérieures. Elle a notamment confié le recueil des données financières à un cabinet externe. Malgré ses demandes, elle n'a pu prendre connaissance d'une étude réalisée sur ce sujet pour France Télécom par un cabinet spécialisé. Elle s'est enfin appuyée sur une analyse complémentaire en sollicitant l'expertise d'universitaires spécialisés en finance, comme elle l'avait fait en 2000 et 2001.

Cette année l'Autorité s'est attachée à faire valider par des experts universitaires la robustesse de la méthode au vu de l'amplitude des mouvements boursiers et de l'évolution de la dette de France Télécom qui ont marqué les années 2001 et 2002.

Pour ce faire, les experts ont confronté la méthode et les résultats obtenus par l'Autorité à ceux obtenus par une approche complémentaire, fondée sur la transposition du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers aux actifs, selon la formule :

Coût du capital = taux sans risque + β " actifs " x prime de marché, où le β est ajusté à une structure financière sans dette.

Le rapport remis par ces experts à l'Autorité conclut en la pertinence des méthodes. Les résultats des deux méthodes apparaissent d'ailleurs très proches, le coût s'établissant pour chacune à un niveau d'environ 16% pour France Télécom dans son ensemble.

Sur la segmentation par activité

Conformément à la décision 01-1005 susvisée, l'Autorité a considéré que des taux différenciés selon les activités de France Télécom devaient 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 spécifiques pour le calcul des tarifs d'interconnexion.

L'Autorité a considéré, comme en 2001, sur la base des données recueillies par un cabinet en finance, ainsi que du rapport remis par des experts universitaires, qu'il convenait de séparer les différentes activités de France Télécom (fixe, mobile, internet, activités à l'international, autres activités consolidées et participations) en évaluant le risque propre à chacune d'entre elles.

S'agissant de l'interconnexion, l'Autorité a considéré, comme en 2001, que le risque associé à cette activité, qui présente des caractéristiques particulières (intensité concurrentielle faible, demande et recettes prévisibles) pouvait être assimilé au risque de l'activité fixe, lui-même moindre que le risque global de France Télécom.

Sur ce point également, les deux méthodes de calcul du coût du capital présentées précédemment donnent des résultats proches : la méthode de l'Autorité utilisant le coût de la dette évalue le coût moyen pondéré du capital pour les activités d'interconnexion à 12,7% avant impôt, tandis que les experts proposent de retenir dans leur rapport un taux de rémunération de 13,2% pour ces mêmes activités.

Compte tenu de ces différents éléments, l'Autorité retient la valeur de 13% comme taux de rémunération du capital avant impôt à employer pour les tarifs d'interconnexion.

Décide :

Article 1 – Le taux de rémunération du capital avant impôt, utilisé pour évaluer les tarifs d'interconnexion, est fixé à 13 % pour l'année 2003.

Article 2 – Le directeur général de l'Autorité est chargé de l'application de la présente décision qui sera publiée au *Journal officiel* et notifiée à France Télécom.

Fait à Paris, le 15 octobre 2002

Le Président

Jean-Michel Hubert