

Décision n° 03-1094
de l'Autorité de régulation des télécommunications
en date du 7 octobre 2003
fixant le taux de rémunération du capital
employé pour évaluer les tarifs d'interconnexion
et les tarifs du dégroupage de la boucle locale
de France Télécom pour l'année 2004

L'Autorité de régulation des télécommunications,

Vu le code des postes et télécommunications, et notamment ses articles L. 34-8, D. 99-17, D. 99-22 et D. 99-24 ;

Vu la recommandation 98/322/EC de la Commission européenne concernant l'interconnexion dans un marché des télécommunications libéralisé ;

Vu la 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 de France Télécom pour l'année 2003 ;

Vu la décision n° 02-1182 de l'Autorité de régulation des télécommunications en date du 23 décembre 2002 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs du dégroupage de la boucle locale de France Télécom pour l'année 2003 ;

Après en avoir délibéré le 7 octobre 2003 ;

I. Contexte

Sur la nécessité de fixer le taux de rémunération

Les opérateurs autres que France Télécom utilisent les infrastructures de l'opérateur public pour accéder au client final. L'utilisation de ces infrastructures donne lieu à une facturation par France Télécom de tarifs d'interconnexion ou de dégroupage. Conformément à l'article D. 99-17 du code des postes et télécommunications, ces tarifs incluent une rémunération normale des capitaux employés pour les investissements utilisés.

Le taux de rémunération du capital, objet de la présente décision, est ainsi un des éléments nécessaires pour évaluer les tarifs d'interconnexion.

Pour 2003, l'Autorité avait fixé dans ses décisions n° 02-919 et n° 02-1182 susvisées le taux de rémunération du capital employé à respectivement 13 % pour l'interconnexion et 11,4% pour le dégroupage.

Sur le cadre juridique

L'article D. 99-22 du code des postes et télécommunications dispose que *"pour évaluer les tarifs d'interconnexion, 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"*.

Le 6° de l'article D. 99-24 du code des postes et télécommunications précise en ce qui concerne le dégroupage que *"les tarifs incluent la rémunération normale des capitaux employés pour les investissements utilisés fixée dans les conditions prévues à l'article D. 99-22."*

Sur la méthode employée par l'Autorité

La méthode

La mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'Autorité a sollicité des expertises extérieures depuis plusieurs années. Elle a notamment confié des études à des cabinets spécialisés en finance.

Au cours des différents exercices, de nombreux échanges ont ainsi permis de consolider et d'améliorer la méthode, fondée sur le coût moyen pondéré du capital et le modèle d'équilibre des actifs financiers, ainsi que le préconise la recommandation 98/322/EC susvisée.

De nombreux points ont ainsi pu être arbitrés et sont reconduits dans la présente évaluation.

Les contingences dans l'évaluation de certains paramètres

Concernant plus particulièrement l'appréciation du risque, il est apparu en 2002 que la très forte augmentation de la volatilité boursière, et en particulier des titres télécoms, rendait difficile son évaluation en se fondant uniquement sur des données de marché souvent polluées par des comportements spéculatifs. Or, si la volatilité de l'indicateur lui-même est utile à l'investisseur de court terme, elle semble peu adaptée à l'évaluation de coûts d'investissements, qui sont envisagés sur un horizon de long terme.

Par ailleurs, les évolutions de valorisation et de structure de capital de France Télécom au cours des années récentes, ainsi que la stratégie de cet opérateur à l'international, sont autant d'éléments qui viennent perturber l'évaluation du coût du capital pertinent pour les activités régulées.

En outre, l'appréciation du risque d'un groupe exerçant plusieurs activités imposait dans un deuxième temps une décomposition des paramètres selon le périmètre des activités selon qu'elles sont ou non régulées. Les choix opérés ont ainsi permis de déterminer des taux de rémunération, notamment pour les activités d'interconnexion, de dégroupage et pour le service universel.

La mise en œuvre d'une approche de long terme

Sur la base de ces constats, l'Autorité a cherché, à méthode constante, à prendre en compte des paramètres évalués dans une perspective de plus long terme, et fondés sur des raisonnements moins contingents.

Elle a dès lors considéré disposer ainsi d'une appréciation directe du risque lié au périmètre des activités fixes régulées, dégroupage et interconnexion confondus.

Cette évolution a été préparée notamment à travers différents échanges au cours de l'année 2003 :

- échanges multilatéraux avec le secteur ;
- séminaire public ;
- appels à commentaires.

L'Autorité a pris connaissance dans ce cadre d'une étude commandée par France Télécom, qui développe une méthode différente de celle du coût moyen pondéré du capital et du modèle d'équilibre des actifs financiers, et dont le résultat montre une forte baisse du coût du capital en un an. Il convient de rappeler que cette étude porte sur l'ensemble des activités fixes de France Télécom en France, alors que le taux fixé par l'Autorité n'est pas directement celui de France Télécom et porte sur des activités par essence peu ou pas concurrentielles.

II. Evaluation du taux pour l'année 2004

Le coût du capital est ainsi calculé 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 une structure d'endettement cible.

La mesure du coût des capitaux propres

Conformément à la recommandation européenne susvisée et aux décisions antérieures de l'Autorité, le coût des capitaux propres est évalué selon le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), selon la formule :

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

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 (indice TEC à 10 ans) au 30 juin 2003. L'Autorité a retenu un taux sans risque de 4 % ;

- 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. Elle a retenu une prime de marché de 5 % ;
- le risque spécifique de l'investissement β (bêta) lié à l'activité fixe : pour évaluer ce risque, l'Autorité a comparé les données financières disponibles pour France Télécom à des échantillons d'opérateurs européens comparables. Elle a par ailleurs confronté ce résultat aux valeurs retenues par différents régulateurs européens pour le calcul de taux de rémunération comparables. Ces différentes approches permettent de retenir un β de 1, correspondant au marché dans son ensemble ;

Enfin, pour calculer le coût des capitaux propres, il a été tenu compte du taux d'imposition des sociétés prévu en 2003, à savoir 34,33 %.

Conformément aux décisions précédentes, 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.

Le coût des fonds propres avant impôt ainsi calculé est de 13,7 %.

La mesure du coût de la dette

L'Autorité a déterminé le coût de la dette 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 5,5 % au 30 juin 2003. Il incorpore une prime de dette de 1,5 %.

III. Conclusion

Le coût du capital s'établit à la moyenne pondérée de ces deux valeurs, soit 10,4 %.

L'évolution du niveau de ce taux par rapport à ceux établis respectivement par les décisions 02-919 et 02-1182 résulte principalement :

- de la baisse observée du taux sans risque ;
- de la révision du facteur de risque associé aux activités d'interconnexion et de dégroupage, le β , placé dans une hypothèse prudente au même niveau que le marché dans son ensemble.

L'Autorité continuera de mener des travaux sur ces différents points.

Décide :

Article 1 - Le taux de rémunération du capital avant impôt, utilisé pour évaluer les tarifs d'interconnexion ainsi que pour évaluer les tarifs du dégroupage, est fixé à 10,4 % pour l'année 2004.

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 7 octobre 2003

Le Président

Paul Champsaur