

Décision fixant le taux de rémunération du capital employé  
pour évaluer les coûts et les tarifs des activités fixes  
régulées de France Télécom pour les années 2010 et 2011

Décision n° 2010-0001 en date du 21 janvier 2010

**Décision n°2010-0001**  
**de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes**  
**en date du 21 janvier 2010**  
**fixant le taux de rémunération du capital**  
**employé pour évaluer les coûts et les tarifs des activités fixes régulées de France Télécom**  
**pour les années 2010 et 2011**

L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes,

Vu la directive 2002/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 7 mars 2002 relative à l'accès aux réseaux de communications électroniques et aux ressources associées, ainsi qu'à leur interconnexion (directive « accès ») ;

Vu la directive 2002/21/CE du Parlement européen et du Conseil du 7 mars 2002 relative à un cadre réglementaire commun pour les réseaux et services de communications électroniques (directive « cadre ») ;

Vu la directive 2002/22/CE du Parlement européen et du Conseil du 7 mars 2002 concernant le service universel et les droits des utilisateurs à l'égard des réseaux et services de communications électroniques (« directive service universel ») ;

Vu la recommandation 2005/698/CE de la Commission du 19 septembre 2005 concernant la séparation comptable et les systèmes de comptabilisation des coûts au titre du cadre réglementaire pour les communications électroniques ;

Vu la position commune ERG (05)29 de 2005 du Groupe des Régulateurs Européens (GRE) « *Guidelines for implementing the Commission Recommendation C(2005) 3480 on Accounting Separation & Cost Accounting Systems under the regulatory framework for electronic communications* » ;

Vu le code des postes et des communications électroniques (CPCE) et notamment ses articles L. 32-1, L. 35, L.35-3, L. 36-7, L. 38, L. 38-1, R. 20-31 à R. 20-40, D. 303 à D. 314 ;

Vu l'arrêté du ministre en charge des télécommunications du 12 mars 1998 autorisant la société France Télécom à établir et exploiter un réseau de télécommunications ouvert au public et à fournir le service téléphonique au public, société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 380 129 866, et dont le siège social est situé au 6, Place d'Alleray, 75505 Paris cedex 15, ci-après dénommée « France Télécom » ;

Vu la décision n°06-0592 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 26 septembre 2006 portant sur la définition des marchés pertinents des services de capacité, la désignation d'opérateurs exerçant une influence significative sur ces marchés et les obligations imposées à ce titre ;

Vu la décision n°06-1062 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 4 mai 2006 spécifiant les modalités techniques et tarifaires de l'offre de vente en gros de l'accès au service téléphonique ;

Vu la décision n°2008-0162 de l'Autorité de régulation des télécommunications en date du 7 février 2008 fixant le taux de rémunération du capital employé pour évaluer les coûts et les tarifs des activités fixes régulées de France Télécom pour les années 2008 et 2009 ;

Vu la décision n°2008-0835 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 24 juillet 2008 portant sur la définition du marché pertinent de gros des offres d'accès aux infrastructures physiques constitutives de la boucle locale filaire, sur la désignation d'un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché et sur les obligations imposées à cet opérateur sur ce marché ;

Vu la décision n°2008-0836 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 24 juillet 2008 portant sur la définition du marché pertinent de gros des offres haut débit et très haut débit activées livrées au niveau infranational, sur la désignation d'un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché et sur les obligations imposées à cet opérateur sur ce marché ;

Vu la décision n°2008-0896 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 29 juillet 2008 portant sur la définition des marchés pertinents de la téléphonie fixe, la désignation d'opérateurs exerçant une influence significative sur ces marchés et les obligations imposées à ce titre ;

Vu la décision n°2009-0889 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 22 octobre 2009 fixant pour l'année 2008 la valeur définitive du taux de rémunération du capital pour le calcul du coût net définitif du service universel prévu par l'article R. 20-37 du code des postes et communications électroniques ;

Vu la consultation publique de l'Autorité sur le projet de décision portant sur la détermination du taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du secteur de la télédiffusion pour les années 2008 et 2009, lancée le 3 décembre 2007 et clôturée le 11 janvier 2008 ;

Vu les réponses à la consultation publique et la synthèse de la consultation publique ;

Vu la consultation publique de l'Autorité sur le projet de décision portant sur la détermination du taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du secteur de la télédiffusion pour les années 2010 et 2011, lancée le 24 novembre 2009 et clôturée le 24 décembre 2009 ;

Vu les réponses à la consultation publique et la synthèse de la consultation publique ;

Après en avoir délibéré le 21 janvier 2010 ;

## I. – Cadre juridique

Le cadre légal et réglementaire en vigueur impose à l'Autorité de mener une analyse des marchés pertinents du secteur des communications électroniques afin de constater l'existence ou non d'opérateurs disposant d'une influence significative sur ces marchés et d'imposer les obligations proportionnées aux objectifs de régulation répondant aux problèmes de concurrence constatés.

Conformément à ce dispositif réglementaire, l'Autorité a mené :

- l'analyse des marchés de la téléphonie fixe correspondant aux marchés 1 à 3 définis par la Commission européenne. A ce titre, l'Autorité a imposé pour les prestations desdits marchés de gros de France Télécom l'obligation d'orientation vers les coûts et de comptabilisation des coûts, et pour les prestations desdits marchés de détail l'obligation de comptabilisation des coûts ;
- l'analyse des marchés du haut débit et du très haut débit correspondant aux marchés 4 et 5 définis par la Commission Européenne. A ce titre, l'Autorité a imposé pour les prestations desdits marchés de gros l'obligation d'orientation vers les coûts pour l'accès dégroupé à la boucle locale et au génie civil, ainsi que des tarifs de non éviction pour les offres de gros d'accès livrées au niveau infranational.

Par ailleurs, les offres associées à la fourniture d'une des composantes du service universel sont soumises à l'obligation d'orientation vers les coûts au titre de l'article R. 20-30-11 du CPCE.

Lorsqu'elle impose une obligation d'orientation vers les coûts, l'Autorité doit veiller « à assurer une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru », aux termes de l'article D. 311 du CPCE.

Cette notion de rémunération raisonnable se traduit à travers la détermination par l'Autorité du taux de rémunération du capital, comme le précise l'article D. 312 du CPCE : « *L'Autorité détermine le taux de rémunération du capital utilisé. Ce taux tient compte du coût moyen pondéré des capitaux de l'opérateur concerné et de celui que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France.* »

## II. – Décision antérieure

Pour les années 2008 et 2009, l'Autorité avait fixé dans sa décision n°2008-0162 susvisée le taux de rémunération du capital à 10,7% pour les coûts et les tarifs des activités régulées.

## III. – Méthode employée par l'Autorité

### *La méthode*

La mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'Autorité sollicite depuis plusieurs années des expertises extérieures, notamment auprès de 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 (MEDAF), ainsi que le préconisent l'article D. 312 du CPCE et la position commune du GRE sur la séparation comptable et la comptabilisation des coûts susvisés.

Par ailleurs, l'Autorité a mené une consultation publique (4 décembre 2007-11 janvier 2008) portant sur le taux de rémunération du capital des activités fixe, mobile et télédiffusion, dont il ressort un consensus sur la méthode.

#### *Les contingences dans l'évaluation de certains paramètres*

Il est apparu depuis quelques années que plusieurs paramètres utilisés par l'Autorité dans la méthode de détermination du taux de rémunération du capital étaient soumis à certaines contingences, peu compatibles avec l'évaluation de coûts d'investissements engagés sur un horizon de long terme.

Concernant plus particulièrement l'appréciation du risque tel qu'il est utilisé dans le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), 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, qui peuvent être affectées par des comportements spéculatifs ou des événements conjoncturels.

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.

#### *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.

Cette évolution avait été préparée notamment à travers différents échanges :

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

La méthode et les raisonnements développés pour l'estimation des paramètres suite à ces travaux ont vocation à s'appliquer aussi bien au secteur mobile et au secteur de la télédiffusion qu'au secteur fixe. De même, plusieurs paramètres sont identiques pour les trois secteurs : le taux sans risque, la prime de marché, le taux marginal d'imposition sont des paramètres généraux de l'économie qui ne diffèrent pas d'un secteur à l'autre.

L'Autorité considère qu'une approche de long terme reste souhaitable pour le secteur, conformément à la pratique établie depuis 2003.

#### IV. – Evaluation du taux pour les années 2010 et 2011

Le coût du capital est 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.

Conformément à la position commune du GRE susvisée et aux décisions antérieures de l'Autorité, le coût des capitaux propres est évalué, selon le MEDAF, par la formule :

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

et nécessite l'établissement de différents paramètres.

##### *L'hypothèse d'inflation retenue pour 2010 et 2011*

Les valeurs des paramètres ainsi que le taux de rémunération du capital figurant dans la présente décision sont exprimés en termes nominaux. L'inflation sous-jacente retenue par l'Autorité pour les années 2010 et 2011 est cohérente avec la prévision réalisée par la Banque Centrale Européenne (à horizon de 5 ans dans la zone Euro), soit 1,8%.

##### *La prise en compte des perturbations financières actuelles*

L'approche retenue par l'Autorité pour la fixation du taux de rémunération du capital conduit à adopter pour certains paramètres des valeurs cibles ou de long terme. Néanmoins, pour la fixation du taux pour les années 2010 et 2011, l'Autorité s'est interrogée sur une éventuelle remise en cause de ces valeurs cibles ou de long terme liée aux perturbations actuelles des marchés financiers engendrées par la crise dite des « *subprimes* ».

Le taux de rémunération du capital s'applique aux activités régulées, qui présentent un caractère particulier par rapport au reste de l'activité des opérateurs concernés. Ces derniers disposent sur les activités régulées d'un pouvoir de marché significatif, qui atténue le risque lié à ces activités. La seule observation des données de marché, qui ne portent pas de manière spécifique sur les activités régulées, ne saurait donc suffire.

Afin de prendre en compte les perturbations actuelles des marchés financiers dans ses raisonnements, l'Autorité a estimé les données de marché dans deux contextes : le premier correspondant à la période « actuelle » (depuis la crise financière), le second correspondant à ce qui aurait été observé en l'absence de crise. L'impact de la crise financière sur la valeur observée des paramètres est contrasté. Les études semblent montrer que le goût renforcé des investisseurs pour les actifs peu risqués se traduit par la hausse de la valeur de certains paramètres (prime de dette, prime de marché) et par la baisse de la valeur d'autres paramètres (taux sans risque, ce qui a pu être observé pour le secteur des communications électroniques). Ces effets se compensent en grande partie, et le taux de rémunération du capital apparaît finalement comme peu sensible à la crise financière.

Dans la recherche d'une approche équilibrée, l'Autorité a pris en compte les données estimées dans les deux contextes pour évaluer les paramètres qui déterminent le taux de rémunération du capital, et a considéré que les conditions actuelles liées à la crise ne perdureraient pas au-delà de la fin du premier semestre 2010.

Par ailleurs, l'Autorité a tenu compte des conditions de financement plus resserrées rencontrées par les opérateurs au cours de la période 2008-2009.

#### *La structure d'endettement cible*

L'Autorité retient pour les années 2010 et 2011 un ratio de dettes sur fonds propres de 66,67% lié aux activités d'opérateur fixe de France Télécom, qui correspond à la valeur cible adoptée par l'Autorité dans ses décisions précédentes. Ce niveau d'endettement n'a pas suscité de commentaires de la part des acteurs concernés.

#### *La mesure du coût des capitaux propres*

Le taux sans risque ( $R_f$ ) : l'Autorité retient pour les années 2010 et 2011 un taux sans risque de 4,0%. La valeur du taux sans risque choisie par l'Autorité a été fixée en référence à celle des obligations assimilables du Trésor (indice TEC à 10 ans).

La valeur retenue par l'Autorité pour 2010 et 2011 est inférieure à celle adoptée pour 2008 et 2009 (4,3%). Elle est supérieure à la valeur la plus récente du taux sans risque (3,6% au 20 novembre 2009), dont le niveau reflète le caractère de valeur « refuge » des obligations d'Etat, et apparaît ainsi comme un élément conjoncturel peu cohérent avec une approche de long terme et ne semble pas pouvoir être retenue pour l'ensemble de la période 2010-2011. Elle apparaît également comme une valeur intermédiaire par rapport aux positions exprimées par les acteurs.

La prime de marché ( $R_m - R_f$ ) : l'Autorité retient pour les années 2010 et 2011 une prime de marché de 5,0%, cohérente avec les décisions passées dans lesquelles cette donnée était une valeur cible. Par ailleurs, les différentes réponses à la consultation publique ne semblent pas devoir justifier une remise en cause de cette valeur.

Le risque spécifique de l'investissement (bêta) lié à l'activité fixe : l'Autorité retient pour les années 2010 et 2011 un bêta de 1, qui, comme dans les décisions précédentes, est une valeur cible. Les différentes réponses à la consultation publique ne semblent pas devoir justifier une remise en cause de cette valeur.

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

#### *La mesure du coût de la dette*

Le coût de la dette correspond au taux sans risque, auquel s'ajoute une prime de risque de la dette de l'entreprise.

La prime de dette ( $R_d$ ) : l'Autorité retient pour les années 2010 et 2011 une prime de dette de 1,3%, supérieure à celle retenue pour le secteur mobile et de télédiffusion (1,1%), compte tenu de la structure d'endettement plus risquée retenue pour le secteur fixe.

La valeur retenue pour 2010 et 2011 est supérieure à celle adoptée pour 2008 et 2009 (1,25%), ce qui rend compte, dans une certaine mesure, des conditions de financement plus « resserrées » rencontrées par les acteurs, à la fois au cours des années 2008-2009 et pour la période 2010-2011.

Par ailleurs, les valeurs retenues par l'Autorité pour le calcul de la prime de dette sur la période 2010-2011, notamment pour les conditions actuelles liées à la crise, sont cohérentes avec les valeurs proposées par les opérateurs dans leurs réponses à la consultation publique.

Le coût de la dette avant impôt a ainsi été évalué à 5,3% pour les années 2010 et 2011.

#### **V. – Taux de rémunération du capital**

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 celui établi par la décision n°2008-0162 susvisée résulte de la baisse du taux sans risque.

#### **VI. – Champ d'application de la décision**

Le taux de rémunération fixé dans cette décision repose sur une évaluation du risque global de l'activité fixe de France Télécom. Il a donc vocation à s'appliquer à toutes les offres régulées de France Télécom reposant sur l'utilisation de son réseau fixe, lorsque ces offres sont soumises à une obligation d'orientation vers les coûts ou de comptabilisation des coûts.



**Décide :**

**Article 1** - Le taux de rémunération du capital nominal avant impôt, utilisé pour évaluer les coûts et les tarifs des activités fixes régulées de France Télécom, est fixé à 10,4% pour les années 2010 et 2011.

**Article 2** - Le Directeur général de l'Autorité est chargé de l'application de la présente décision, qui sera publiée au *Journal officiel* de la République française et notifiée à France Télécom.

Fait à Paris, le 21 janvier 2010,

Le Président

Jean-Ludovic SILICANI