

Décision fixant le taux de rémunération  
du capital employé pour la comptabilisation  
des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées  
de France Télécom pour l'année 2012

Décision n° 2011-1466 en date du 22 décembre 2011

**Décision n° 2011-1466**  
**de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes**  
**en date du 22 décembre 2011**  
**fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts**  
**et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées de France Télécom**  
**pour l'année 2012**

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 »), modifiée par la directive 2009/140/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 ;

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 »), modifiée par la directive 2009/140/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 ;

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 »), modifiée par la directive 2009/136/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 ;

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 « 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 la 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 ;

Vu la décision n° 2010-0402 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 8 avril 2010 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° 2011-0668 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 14 juin 2011 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° 2011-0669 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 14 juin 2011 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° 2011-0926 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 26 juillet 2011 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 consultation publique de l'Autorité sur les projets de décisions portant sur la détermination du taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur fixe et du secteur mobile pour l'année 2012, lancée le 15 novembre 2011 et clôturée le 15 décembre 2011 ;

Vu les réponses à la consultation publique ;

Après en avoir délibéré le 22 décembre 2011 ;

## 1. 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 du marché des services de capacités correspondant au marché 6 défini par la Commission européenne ; l'Autorité a imposé pour les offres d'accès de gros au segment terminal de service de capacités l'obligation de comptabilisation des coûts et de séparation comptable ;
- l'analyse des marchés de la téléphonie fixe correspondant aux marchés 1 à 3 définis par la Commission européenne ; à ce titre, l'Autorité a imposé pour les prestations des marchés de gros de France Télécom l'obligation d'orientation vers les coûts et de comptabilisation des coûts, et pour les prestations des 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 ; à ce titre, l'Autorité a imposé l'obligation d'orientation vers les coûts pour l'accès dégroupé à la boucle locale et au génie civil, ainsi que l'obligation de non éviction des tarifs des offres d'accès de gros livrés 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 dans la détermination par l'Autorité du taux de rémunération du capital à fin de comptabilisation des coûts, 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.* »

## 2. Décision antérieure

Pour les années 2010 et 2011, l'Autorité avait fixé dans sa décision n° 2010-0001 susvisée le taux de rémunération du capital à 10,4% pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées.

## 3. Méthode employée par l'Autorité

### 3.1. La référence à un modèle consensuel

Ainsi que le préconisent l'article D. 312 du CPCE et la position commune du groupe des régulateurs européens (GRE) sur la séparation comptable et la comptabilisation des coûts susvisés, la méthode employée par l'Autorité pour fixer le taux de rémunération du capital est fondée sur le coût moyen

pondéré du capital et sur le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

Au cours des différents exercices, de nombreux échanges ont permis de consolider et d'améliorer cette méthode.

Ainsi, la mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'Autorité a sollicité à de nombreuses reprises des expertises extérieures, notamment auprès de cabinets spécialisés en finance.

Par ailleurs, les dernières consultations publiques menées par l'Autorité en 2007 et 2009 portant sur le taux de rémunération du capital des activités fixe, mobile et de télédiffusion, ont fait apparaître un consensus sur la méthode.

Le coût du capital publié est un coût avant impôts, le taux d'imposition retenu correspondant au taux de l'impôt sur les sociétés, soit 36,10% en 2012 pour les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 millions d'euros.

Le coût du capital est calculé, pour l'activité considérée, comme une moyenne pondérée, en fonction de la structure de financement, entre :

- le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires, avant impôts ;
- le coût de la dette de l'opérateur.

Le coût des capitaux propres avant impôts est obtenu à partir du coût des capitaux propres après impôts qui, à une date donnée, est évalué, selon le MEDAF, par la formule :

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

Le coût (avant impôts) de la dette émise à cette date correspond au taux sans risque, auquel s'ajoute une prime de risque associée à la dette (« *spread* ») de l'entreprise exerçant l'activité considérée :

$$k_d = R_f + R_d$$

L'évaluation du coût du capital nécessite ainsi l'établissement de différents paramètres.

Ces paramètres, ainsi que le taux de rémunération du capital, sont exprimés en termes nominaux. L'Autorité a décidé, lors de la fixation des taux de rémunération pour les années 2010 et 2011, d'explicitier la valeur de l'inflation sous-jacente.

### **3.2. Le recours à des valeurs de long terme pour 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 des contingences, peu compatibles avec l'évaluation du coût d'investissements engagés sur un horizon 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 long terme, pour se fonder sur des références moins contingentes.

Ainsi, pour l'évolution des marchés pris dans leur ensemble, l'Autorité s'appuie sur des moyennes de très long terme plutôt que de se référer aux résultats très volatils de modèles prospectifs.

De même, l'évolution comparée des titres télécoms avec le reste du marché est susceptible de varier fortement d'une période à l'autre. L'Autorité a ainsi observé que les titres télécoms, affectés par des

comportements spéculatifs, avaient affiché une très forte volatilité en 2001-2002, mais semblent depuis posséder les caractéristiques de valeurs refuges pour les marchés financiers. En conséquence, l'Autorité estime raisonnable de se référer à des éléments de long terme pour quantifier l'évolution de ces titres par rapport au marché.

Par ailleurs, les évolutions dans la valorisation et la structure de capital de France Télécom, ainsi que dans la stratégie de cet opérateur, notamment à l'international, sont autant d'éléments qui amènent à considérer que l'évaluation du coût du capital pertinent pour les activités régulées ne peut se faire sur le seul fondement des caractéristiques spécifiques de cet opérateur.

L'Autorité considère qu'une telle approche reste souhaitable pour le secteur, et conformément à la pratique établie depuis 2003 pour la fixation des taux de rémunération du capital employé à des activités régulées, retient des valeurs de long terme pour :

- la prime de risque du marché ( $R_M - R_f$ ),
- le coefficient de risque spécifique par rapport au marché ( $\beta$ ),
- et le ratio de dette sur fonds propres.

### **3.3. La prise en compte des conditions de marché pour les autres paramètres**

L'Autorité détermine les valeurs prévisionnelles en fonction des conditions de marché pour les autres paramètres :

- inflation,
- taux sans risque,
- prime de dette.

Lorsqu'il existe des données prévisionnelles qui font référence, l'Autorité les utilise directement.

Dans le cas contraire, l'Autorité établit une prévision à partir des meilleures données passées disponibles. Ces données doivent être lissées pour s'affranchir des variations de très court terme des marchés. L'Autorité retient ainsi comme prévision une moyenne sur un an des valeurs passées de l'indicateur considéré.

## **4. Evaluation des paramètres pour l'année 2012**

Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a fixé un taux de rémunération prévisionnel valable pour deux ans. Pour les prochains exercices, l'Autorité estime souhaitable d'adopter un rythme annuel d'actualisation du taux de rémunération. Ce rythme, identique à celui de la production des comptes réglementaires des opérateurs concernés, permet de s'écarter de la volatilité journalière des marchés financiers en fournissant un signal stable et cohérent dans le temps, et de mettre à jour régulièrement les paramètres structurants.

### **4.1. Les paramètres de long terme**

#### **4.1.1. La prime de marché**

Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a retenu une valeur de long terme de 5% pour la prime de marché ( $R_M - R_f$ ).

Pour 2012, l'Autorité conserve cette approche fondée sur la valeur historique de long terme de la prime de marché.

#### **4.1.2. Le coefficient de risque spécifique par rapport au marché**

Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a retenu une valeur de 1 pour le coefficient de risque spécifique par rapport au marché ( $\beta$ ) des actions de sociétés exerçant les activités régulées considérées.

En effet, aucun élément ne semblait jusqu'ici permettre d'affirmer qu'à long terme, les titres des opérateurs de communications électroniques se comportent différemment du reste du marché.

Si l'Autorité estime qu'il convient de conserver cette approche fondée sur une valeur de long terme du coefficient  $\beta$ , elle considère qu'il y a lieu aujourd'hui de revenir sur la valeur retenue depuis plusieurs années.

Dans la situation de crise que connaît l'économie mondiale, il est apparu de plus en plus nettement que les opérateurs de communications électroniques, notamment en raison du caractère récurrent de leurs revenus tirés essentiellement d'abonnements, sont des valeurs refuges aux yeux des marchés financiers et que, par suite, les  $\beta$  observés de ces acteurs ont diminué.

Par ailleurs, par décision mise en consultation publique, l'Autorité envisage, pour tenir compte du déploiement de la fibre, de réduire la durée d'amortissement des câbles en cuivre de 25 ans à 13 ans, et ainsi le risque qui s'y rattache.

Dans ces conditions, l'Autorité considère que la valeur de long terme de ce paramètre s'établit à 0,8.

Pour l'année 2012, l'Autorité retient donc, pour les activités régulées d'opérateur fixe, un  $\beta$  de 0,8.

#### **4.1.3. La structure de financement**

Pour l'année 2012, l'Autorité retient, pour les activités fixes régulées, un ratio de dette sur fonds propres de long terme de 66,67%, qui correspond à la valeur de long terme adoptée par l'Autorité dans ses précédentes décisions.

### **4.2. Les autres paramètres**

#### **4.2.1. L'inflation**

L'Autorité se réfère à la prévision d'inflation retenue dans la loi de finances pour 2012, soit une inflation de 1,7%.

#### **4.2.2. Le taux sans risque**

Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a fixé la valeur du taux sans risque ( $R_f$ ) en référence au Taux de l'Echéance Constante à 10 ans (TEC10) qui correspond au taux des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) pour une échéance de 10 ans (il est obtenu par interpolation). La série historique de ce taux calculé quotidiennement est publiée chaque mois par l'Agence France Trésor.

Pour 2012, l'Autorité prend pour estimation du taux sans risque la valeur de 3,2%.

Cette valeur est inférieure à celle adoptée pour 2010 et 2011 (4,0%). Compte tenu de l'approche retenue par l'Autorité décrite précédemment, c'est de façon fortuite qu'elle correspond à la valeur la plus récente du taux sans risque (3,2% au 15 décembre 2011).

#### **4.2.3. La prime de dette**

Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a estimé la prime de risque de la dette en se fondant sur

différentes analyses, comme :

- l'étude de l'évolution de la prime de risque pour des indices composés d'obligations issues du secteur économique concerné,
- l'étude de l'évolution de la prime de risque pour des indices composés d'obligations de notation financière correspondant à des opérateurs normatifs dans le secteur d'activité concerné,
- l'étude de la prime de risque effectivement servie par les obligations émises par les opérateurs régulés à la date considérée,
- la prise en compte des conditions macroéconomiques de financement à la date considérée.

L'Autorité estime que pour les activités fixes régulées, compte tenu de la structure d'endettement de long terme retenue et indépendamment de la notation financière effective de l'opérateur spécifique France Télécom, qui bénéficie d'une participation de l'Etat, le risque de la dette correspond au risque d'une société non financière de notation BBB. Dès lors, pour la dette à émettre en 2012, l'Autorité prend pour estimateur de la prime de dette supportée par les opérateurs exerçant une activité fixe régulée la valeur du « *benchmark spread*<sup>1</sup> » de l'indice I-boxx composé d'obligations émises par des sociétés non financières de notation BBB et de maturité allant de 7 à 10 ans. L'Autorité retient une valeur de 1,6% pour la prime de risque de la dette.

La valeur retenue par l'Autorité pour 2012 est supérieure à celle adoptée pour 2010 et 2011 (1,3%). Du fait de l'approche de long terme de l'Autorité, cette valeur est également inférieure à la valeur la plus récente de la prime de risque de la dette, qui reflète une forte amplitude de court terme (2,7% au 15 décembre 2011 pour l'indice I-boxx des obligations de sociétés non financières notées BBB et de maturité allant de 7 à 10 ans).

## **5. Evaluation du taux de rémunération du capital pour 2012**

### **5.1. Le coût des fonds propres**

Avec les paramètres retenus, le coût des fonds propres avant impôts calculé est de 11,3%.

### **5.2. Le coût de la dette**

Alors que le coût des fonds propres résulte uniquement des conditions de marché instantanées, le coût de la dette dépend des conditions de financement valables sur les périodes précédentes. Le coût de la dette peut ainsi s'exprimer comme un coût pondéré de la dette préexistante et de la dette à émettre sur la période considérée.

En l'espèce, l'Autorité estime qu'il convient de s'endetter sur 10 ans pour optimiser le financement des activités fixes régulées, ce qui signifie que sur l'année 2012, l'opérateur normatif n'est censé refinancer que 1/10<sup>ème</sup> de sa dette. Dès lors, 9/10<sup>ème</sup> du coût de la dette s'expliquent par les conditions passées, et l'estimation des paramètres n'est nécessaire que pour 1/10<sup>ème</sup> du stock de dette, correspondant à la dette à émettre.

L'estimation du coût de la dette à émettre exige d'évaluer, d'une part, le taux sans risque, déjà mentionné précédemment, d'autre part, la prime de risque de la dette ( $R_d$ ).

Le coût de la dette à émettre en 2012 retenu par l'Autorité est ainsi de 4,8%.

---

<sup>1</sup> Il s'agit d'une prime de risque calculée pour l'indice à partir des primes de risque individuelles des obligations contenues dans l'indice, en référence à des obligations souveraines notées AAA sélectionnées par I-boxx.



Compte tenu du coût de la dette préexistante (établi dans les précédentes décisions sur le fondement de données observées sur la période préalable), le coût de la dette avant impôts retenu par l'Autorité pour 2012 s'établit à 5,5%.

### **5.3. Le coût du capital**

Avec la structure de financement considérée, le coût du capital s'établit en valeur nominale avant impôts à 8,9%.

L'évolution du niveau de ce taux par rapport à celui établi par la décision n° 2010-0001 du 21 janvier 2010 susvisée résulte, d'une part, de la baisse du taux sans risque, d'autre part, de la révision de la valeur de long terme du paramètre  $\beta$ .

## **6. Champ d'application de la décision**

Le taux de rémunération fixé dans cette décision repose sur une évaluation du risque global des activités fixes régulées. 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 la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées de France Télécom, est fixé à 8,9% pour l'année 2012.

**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 22 décembre 2011

Le Président

Jean-Ludovic SILICANI