

Décision fixant le taux de rémunération du capital employé
pour les obligations comptables et l'encadrement tarifaire
des prestations régulées de TDF

Consultation publique du 26 juin au 25 juillet 2012

Décision n° 2012-xxxx
de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes
en date du xx juillet 2012
fixant le taux de rémunération du capital employé pour les obligations comptables et
l'encadrement tarifaire des prestations régulées de TDF

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 règlementaire pour les communications électroniques ;

Vu la position commune ERG (05)29 de 2005 du groupe des régulateurs européens « Guideline ... 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. 36-7, L. 38, L. 38-1, D. 303 à D. 314 ;

Vu la décision n° 2008-0409 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 8 avril 2008 portant sur les obligations de comptabilisation des coûts et de séparation comptable imposées à TDF ;

Vu la décision n° 2009-0484 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 11 juin 2009 portant sur la définition du marché pertinent de gros des offres de diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels en mode numérique, 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° 2010-0003 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 la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire de TDF pour les années 2010 et 2011 ;

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 de la télédiffusion, lancée le 26 juin 2012 et clôturée le 25 juillet 2012 ;

Vu le projet de décision de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes

notifié à la Commission européenne le 13 juillet 2012 portant sur la définition du marché pertinent de gros des offres de diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels, sur la désignation d'un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché, sur les obligations imposées à cet opérateur et sur la définition de l'encadrement tarifaire des prestations sur ce marché ;

Vu les réponses à la consultation publique ;

Après en avoir délibéré le xx juillet 2012 ;

1. Cadre réglementaire

L'article L. 37-1 du CPCE prévoit que : « *L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes détermine, au regard notamment des obstacles au développement d'une concurrence effective, et après avis de l'Autorité de la concurrence, les marchés du secteur des communications électroniques pertinents, en vue de l'application des articles L. 38, L. 38-1 et L. 38-2.* »

Après avoir analysé l'état et l'évolution prévisible de la concurrence sur ces marchés, l'autorité établit, après avis de l'Autorité de la concurrence, la liste des opérateurs réputés exercer une influence significative sur chacun de ces marchés, au sens des dispositions de l'alinéa suivant. »

Aux termes de l'article L. 38 I du même code, les opérateurs réputés exercer une influence significative sur un marché du secteur des communications électroniques peuvent se voir imposer, en matière d'interconnexion et d'accès, une ou plusieurs des obligations, parmi lesquelles se trouvent l'obligation de « *ne pas pratiquer de tarifs excessifs ou d'éviction sur le marché en cause et pratiquer des tarifs reflétant les coûts correspondants* ».

Conformément à ce dispositif réglementaire, l'Autorité a mené l'analyse du marché de gros amont de la diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels. Dans le projet de décision qu'elle a notifié à la Commission européenne, elle considère que la société TDF exerce une influence significative sur le marché de gros de la diffusion hertzienne terrestre de télévision, et propose de lui imposer un contrôle tarifaire.

Conformément à l'article D. 311 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* ».

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°2010-0003 susvisée le taux prévisionnel de rémunération du capital à 11,7 % pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées.

3. Méthode employée par l'Autorité

3.1. La référence à un modèle consensuel

Comme pour les activités de télécommunications fixes, la méthode employée par l'Autorité pour fixer le taux de rémunération du capital pour les activités de télédiffusion 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 fixation du taux de rémunération du capital, de nombreux échanges ont permis de consolider et d'améliorer cette méthode.

L'Autorité a en effet sollicité des expertises extérieures à ce sujet, notamment auprès de cabinets

spécialisés en finance, à de nombreuses reprises.

Par ailleurs, les dernières consultations publiques menées par l'Autorité en 2007, 2009 et 2011 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. Par conséquent, 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 des opérateurs de

communications électroniques, ainsi que dans la stratégie de certains de ces opérateurs, 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 d'opérateurs particuliers.

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 :

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

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

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 le présent exercice, l'Autorité conserve cette approche fondée sur la valeur de long terme de la prime de marché.

4.1.2. Le coefficient de risque spécifique par rapport au marché

L'Autorité estime qu'il convient de conserver une approche fondée sur une valeur de long terme du coefficient β . Afin d'assurer une cohérence avec les décisions de fixation des taux de rémunération pour les activités de communications électroniques fixes et mobiles régulées, il apparaît cependant nécessaire de revoir la valeur de ce coefficient.

En effet, les activités qui se rapprochent de l'exploitation de facilités essentielles, comme la télédiffusion à partir des sites non-répliquables de TDF, présentent un profil de risque comparable à celui de valeurs refuges pour les marchés financiers : à l'instar de la boucle locale de cuivre de France Télécom (pour laquelle une valeur de β de 0,8 s'applique), les sites non-répliquables de TDF

constituent un passage obligé pour la diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels, y compris *via* les opérateurs alternatifs. Ceci procure à l'opérateur historique, indépendamment du contexte économique et tant que la TNT demeure une plateforme de diffusion incontournable pour les chaînes (ce qui est assuré pour le prochain cycle de régulation), la garantie de revenus récurrents. Par ailleurs, le cadre de régulation et l'approche de long terme retenue par l'Autorité contribuent à amortir les fluctuations de revenus qui auraient pu résulter des mouvements du marché.

L'Autorité retient donc, pour les activités régulées de télédiffusion, une valeur de long terme du coefficient β de 0,8, équivalente à celle retenue pour les activités de communications électroniques fixes et mobiles régulées.

4.1.3. La structure de financement

Pour le présent exercice, l'Autorité retient, pour les activités de télédiffusion, un ratio de dette sur fonds propres de long terme de 30,0 %, 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 le présent exercice, l'Autorité prend pour estimation du taux sans risque la valeur de 3,3 %.

Cette valeur est inférieure à celle adoptée pour 2010 et 2011 (4,0 %). Compte tenu de l'approche de long terme retenue par l'Autorité, elle est cependant très supérieure à la valeur la plus récente du taux sans risque (2,4 % au 31 mai 2012).

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 de télédiffusion régulées, compte tenu de la structure d'endettement de long terme retenue, le risque de la dette correspond au risque d'une société non

financière de notation A. Dès lors, pour la dette à émettre, l'Autorité prend pour estimateur de la prime de dette supportée par les opérateurs exerçant une activité régulée de télédiffusion la valeur du « *benchmark spread*¹ » de l'indice I-boxx composé d'obligations émises par des sociétés non financières de notation A et de maturité allant de 7 à 10 ans. L'Autorité retient une valeur de 1,0 % pour la prime de risque de la dette.

La valeur retenue par l'Autorité pour le présent exercice est inférieure à celle adoptée pour le précédent exercice (1,25 %). 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 (1,7 % au 20 juin 2012 pour l'indice I-boxx des obligations de sociétés non financières notées A et de maturité allant de 7 à 10 ans).

5. Evaluation du taux de rémunération du capital

5.1. Le coût des fonds propres

Avec les paramètres retenus, le coût des fonds propres avant impôts calculé est de 11,4 %.

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 de télédiffusion régulées, ce qui signifie que, sur une année, l'opérateur normatif n'est censé refinancer que $1/10^{\text{ème}}$ de sa dette. Sur la durée du cycle de régulation de marché de gros de la télédiffusion, compte tenu de la pratique constatée sur ce marché de contrats pluriannuels d'une durée de 5 ans et de la date à laquelle les contrats en cours lors de ce cycle auront été signés, les coûts à prendre en considération s'étalent sur plusieurs années, avec une pondération telle que la proportion de refinancement à considérer pour établir le taux de rémunération du capital doit être comprise entre $3/10^{\text{èmes}}$ et $5/10^{\text{èmes}}$ de la dette (le coût du stock de dette résiduel s'expliquant par les conditions passées).

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 retenu par l'Autorité est ainsi de 4,3 %.

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 le présent exercice s'établit à 4,8 %.

5.3. Le coût du capital

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

L'évolution du niveau de ce taux par rapport à celui établi par la décision n° 2010-0003 du 21 janvier 2010 susvisée résulte, d'une part, de la baisse du taux sans risque, d'autre part, de la révision de la

¹ 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.

valeur de long terme du paramètre β .

6. Champ d'application de la décision

Le taux de rémunération fixé dans cette décision a vocation à s'appliquer, dans le cadre de la comptabilisation des coûts et dans le cadre de l'élaboration des tarifs, à toutes les offres régulées de TDF.

Décide :

Article 1 - Le taux de rémunération du capital nominal avant impôt, utilisé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités régulées de télédiffusion, est fixé à 9,9 %.

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 TDF.

Fait à Paris, le xx juillet 2012

Le Président

Jean-Ludovic SILICANI