

***Taux de rémunération du capital des activités
régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du
secteur de la télédiffusion***

***Consultation publique portant sur la
détermination de paramètres en vue de
l'établissement des taux de rémunération du
capital réglementaire pour les activités fixe,
mobile et de télédiffusion***

(3 décembre 2007 – 11 janvier 2008)

Avertissement : La date limite de réponse à la consultation publique est repoussée au 11 janvier 2008.

Avertissement sur la mise en consultation

L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP) met en **consultation publique jusqu'au 11 janvier 2008** la détermination de paramètres en vue de l'établissement des taux de rémunération du capital réglementaires pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion.

Le présent document est téléchargeable sur le site de l'Autorité. Les commentaires doivent être transmis à l'ARCEP, de préférence par courrier électronique, à l'adresse consultationcmpe@arcep.fr.

A défaut, ils pourront être transmis par courrier à l'adresse suivante :

Autorité de régulation des communications électroniques et des postes
Service régulation des marchés fixes et mobiles
7, square Max Hymans
75730 Paris cedex 15.

Il sera tenu le plus grand compte des commentaires transmis à l'Autorité. **L'Autorité, dans un souci de transparence, publiera l'intégralité des commentaires qui lui auront été transmis, à l'exclusion des parties couvertes par le secret des affaires.** A cette fin, les contributeurs sont invités à reporter dans une annexe spécialement identifiée les éléments qu'ils considèrent devoir être couverts par le secret des affaires. Toujours dans un souci de transparence, les contributeurs sont invités à limiter autant que possible les passages couverts par le secret des affaires.

DETERMINATION DE PARAMETRES EN VUE DE L'ETABLISSEMENT DES TAUX DE REMUNERATIONS DU CAPITAL POUR LES ACTIVITES FIXE, MOBILE ET TELEDIFFUSION

I. Cadre réglementaire

Dans le cadre de l'analyse des marchés pertinents des communications électroniques prévue aux articles L. 37-1 et suivants du code des communications électroniques et des postes (CPCE), l'ARCEP a pour mission de constater l'existence d'opérateurs disposant d'une influence significative, et de leur imposer, le cas échéant, des obligations proportionnées aux objectifs de régulation, afin de remédier aux problèmes de concurrence constatés.

Dans ce cadre, lorsqu'elle impose des obligations comptables et/ou des obligations tarifaires, en particulier d'orientation des tarifs vers les coûts, l'ARCEP doit veiller, sur le fondement de l'article D. 311 du CPCE à « *assurer une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru* ».

Cette notion de rémunération raisonnable se traduit par la détermination du taux de rémunération du capital, telle que prévue à 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. Périmètre et objectifs de la consultation publique

Depuis une dizaine d'années, l'Autorité applique une méthodologie de calcul du coût du capital, affinée progressivement grâce aux apports de cabinets spécialisés en finance, d'échanges avec les milieux académiques ainsi qu'avec les régulateurs européens¹. Cette méthodologie, qui fait l'objet d'un large consensus dans les milieux financiers et est appliquée quasi unanimement par les autorités de régulation nationales européennes, est présentée ci-après.

La mise en application de cette méthodologie nécessite la détermination de paramètres de deux sortes :

- les paramètres « *généraux* », en ce sens qu'ils sont caractéristiques d'une économie et non d'une entreprise ;
- les paramètres caractéristiques de l'activité sur laquelle porte le taux de rémunération du capital.

En évaluant ces paramètres, l'Autorité s'emploie à respecter un ensemble de critères, détaillés ci-après, conduisant à des choix qui pourraient s'écarter de ceux que retiendrait un analyste financier ou une entreprise particulière qui chercherait à évaluer son coût du capital.

¹ Recommandation 2005/698/EC.PIB 1 ; IRG WG Regulatory Accounting, PIB for WACC calculation (2007)

Il s'agit des critères suivants :

- la prévisibilité pour les acteurs : il convient de favoriser les modalités d'évaluation des paramètres qui assurent une relative stabilité, de manière à établir un cadre clair et prévisible pour l'ensemble des opérateurs (soumis le cas échéant à un contrôle tarifaire ou au contraire utilisant des offres de gros dont les tarifs reposent sur un taux de rémunération du capital réglementaire) ;
- la validité sur une période donnée : en raison du rythme de production des éléments de coûts réglementaires, et dans la mesure où le taux de rémunération du capital calculé sert essentiellement à la fixation ou l'appréciation de tarifs par l'Autorité, il apparaît que la période de validité est a minima d'un an. En outre, certaines décisions couvrent plusieurs années afin de donner une visibilité supérieure aux acteurs ou apporter la cohérence nécessaire dans le cas d'obligations tarifaires pluriannuelles ;
- la pertinence : les éléments de variabilité liés soit à des activités non pertinentes des entreprises (en particulier lorsqu'il s'agit de groupes multisectoriels) soit à des ajustements financiers de court-terme non significatifs sur la période de validité visée devraient être écartés ;
- la cohérence des choix effectués : les règles retenues pour choisir des paramètres sectoriels doivent être similaires pour l'ensemble des secteurs, sauf justification expresse.

L'Autorité a déjà fixé dans ses décisions précédentes des paramètres respectant ces critères pour l'évaluation du taux de rémunération du capital des activités fixe et mobile.

Dans la mesure où elle s'apprête à déterminer pour la première fois des paramètres relatifs aux activités de télédiffusion, et afin de garantir la cohérence des choix entre secteurs, l'Autorité met en consultation l'ensemble des paramètres qu'elle envisage de retenir pour la fixation des taux de rémunération du capital réglementaires valables en 2008 et 2009 pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion.

III. Méthodologie

Coût Moyen Pondéré du Capital

La méthode utilisée est celle du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou en anglais WACC, pour *Weighted Average Cost of Capital*), calculé comme la moyenne pondérée entre :

- le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires,
- et le coût de la dette.

Ceci s'écrit

$$CMPC = re \cdot E/(D+E) + rd \cdot D/(D+E)$$

où re est le coût des fonds propres, rd est le coût de l'endettement, E est la valeur totale des fonds propres (mesurée par la capitalisation boursière) et D est la valeur totale de la dette productive d'intérêt.

L'approche du CMPC est conforme à l'article D.312 du CPCE, qui précise que « *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* ».

De plus, l'approche du CMPC est la plus largement utilisée par les différents acteurs. Ainsi, selon les lignes directrices de mise en œuvre² du Groupement des Régulateurs Indépendants :

*« La formule du CMPC est largement admise pour le calcul du coût du capital, à la fois par les acteurs du monde de la finance et de l'industrie. Elle est actuellement utilisée par de nombreuses autorités de régulation »*³.

En particulier, l'approche du CMPC est couramment utilisée au niveau international par les instances de régulation (voir le tableau 1 en annexe).

Coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres est évalué selon le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF ou en anglais CAPM, pour *Capital Asset Pricing Model*).

Le MEDAF repose sur la formule

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

et nécessite l'établissement des paramètres suivants :

- le taux sans risque R_f , qui représente le taux de rendement d'un titre ou d'un portefeuille de titres ne comportant pas le moindre risque, quelles que soient les circonstances, et sans corrélation avec le rendement de quoi que ce soit d'autre dans l'économie ;
- la prime de marché $(R_m - R_f)$, qui correspond à la prime de risque qu'un investisseur est en droit d'espérer lorsqu'il investit dans le portefeuille de marché par rapport au taux sans risque ;
- le risque spécifique de l'investissement β (bêta), qui mesure la sensibilité du titre aux mouvements du marché boursier dans son ensemble.

Le MEDAF est reconnu comme la méthode la plus appropriée d'évaluation du coût des capitaux propres. Ainsi, la Commission Européenne⁴ et le Groupement des Régulateurs Européens préconisent le recours à la méthodologie fondée sur le MEDAF (ainsi que sur le CMPC). Dans une consultation lancée sur le sujet en 2005, l'OFCOM, régulateur britannique

² PIB, Principles of Implementation and Best Practices.

³ PIB 1, IRG WG Regulatory Accounting, PIB for WACC calculation (2007).

⁴ Recommandation 2005/698/EC, et antérieurement recommandation 98/322.

du secteur des communications électroniques, a réaffirmé son attachement au MEDAF⁵. Il ressort que le MEDAF, conjointement avec le CMPC, est largement utilisé par les autorités de régulation nationales (voir le tableau 1 en annexe).

Le succès du MEDAF provient en partie de ce qu'il permet d'expliquer de manière relativement simple la réalisation de l'équilibre du marché, en tenant compte de l'aversion naturelle des investisseurs pour le risque. En particulier, le MEDAF permet de calculer, à l'équilibre du marché, le rendement d'un actif risqué à partir d'un seul élément, en l'occurrence le risque non diversifiable.

Coût de la dette

Le coût de la dette est classiquement évalué comme la somme du taux sans risque et d'une prime de dette spécifique à l'entreprise, représentant en particulier le risque de défaut de paiement.

Ceci s'écrit

$$rd = Rf + Rd$$

IV. Paramètres généraux

Choix d'un marché de référence

L'évaluation de l'ensemble des paramètres nécessite dans un premier temps de choisir un référentiel. Les rendements des titres, les taux sans risque peuvent ainsi varier selon que l'on les évalue en référence à un marché national, européen ou mondial.

Si la théorie financière stricte considère que le choix du marché de référence doit se faire au regard de l'arbitrage qui est celui de l'investisseur marginal, investisseur qui de fait a des opportunités mondiales aujourd'hui, les éléments suivants conduisent l'Autorité à retenir une référence à un marché national.

En premier lieu, l'article D.312 du CPCE l'y invite, par sa référence à un « *investisseur dans les activités de communications électroniques en France* » (soulignement ajouté).

En second lieu, l'Autorité note que cette pratique correspond à celle de la majorité des autorités de régulation nationales.

Taux d'imposition(T)

Le taux d'imposition sur les sociétés est de 33,33% depuis le 1^{er} janvier 2006. Un supplément de taxe, ou contribution sociale, de 3,3% est appliqué au montant de l'impôt sur les sociétés dépassant le seuil de 763 000 euros. Sur cette portion, le taux marginal d'imposition sur les sociétés est de 34,43%⁶. Il semble qu'à ce jour, aucune modification du taux d'imposition sur les sociétés n'a été entérinée pour les années 2008 et 2009.

⁵ OFCOM's approach to risk in the assessment of the cost of capital-Consultation (2005).

⁶ Loi de finances pour l'année 2007 et KPMG's Corporate and Indirect Tax Survey 2007.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix du taux d'imposition, et sur son intention de retenir un taux d'imposition de 34,43%.

Taux sans risque (R_f)

Le taux sans risque est le taux de rendement d'un titre ou d'un portefeuille de titres ne comportant pas le moindre risque, quelles que soient les circonstances, et sans corrélation avec le rendement d'aucun autre élément dans l'économie⁷. De ce point de vue, il s'agit d'une notion théorique.

La pratique financière estime généralement que le rendement des obligations émises par des gouvernements occidentaux (généralement américain, allemand ou français) représente la meilleure estimation possible du taux sans risque. Dans cette optique, la mesure du taux sans risque retenue par l'Autorité correspond au rendement des obligations assimilables du Trésor, indice TEC à 10 ans, de l'Etat français⁸, en cohérence avec le choix du marché de référence. Il s'agit d'un indice quotidien des rendements des emprunts d'Etat à long terme en France correspondant au taux de rendement actuariel d'une obligation du Trésor fictive dont la maturité serait de 10 ans. Le choix de la maturité est conforme aux enseignements de la théorie financière, selon lesquels la maturité de l'actif sans risque doit être fixée en fonction de la durée de vie moyenne des actifs concernés par le projet. De ce point de vue, une période de 10 ans apparaît comme une hypothèse raisonnable pour la durée de vie des projets dans le secteur des télécommunications.

Le taux de rendement de l'OAT TEC 10 est actuellement d'environ 4,4 %. Cette valeur correspond également à la moyenne sur les six derniers mois (cf. graphique présenté en annexe).

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix de la prime de risque, et sur son intention de retenir un taux sans risque de 4,40%.

Prime de marché ($R_m - R_f$)

La prime de marché décrit la rentabilité du marché dans son ensemble relativement au rendement de l'actif sans risque. Il s'agit donc d'un paramètre général de l'économie. En ce sens, elle présente un certain niveau de stabilité, et s'apprécie dans une optique de long terme.

Elle peut être estimée de plusieurs manières, dans une approche historique en moyenne géométrique ou arithmétique, ou dans une approche prospective.

Dans ces décisions précédentes, l'Autorité avait retenu une valeur de 5% tenant compte de ces différentes estimations.

La littérature économique rend compte d'une prime de marché prospective proche de 5% pour le marché français. En particulier, l'analyse développée par Vernimmen témoigne d'une

⁷ Un actif sans risque satisfait deux conditions :

- il ne présente aucun risque de défaut ;
- il ne présente aucun risque de réinvestissement des coupons.

⁸ Ou taux de l'échéance constante à 10 ans.

prime de risque prospective moyenne de 5% sur les années 1980-2006 (voir graphique en annexe).

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix de la prime de risque, et sur son intention de retenir une prime de risque de 5%.

IV. Paramètres caractéristiques des activités

Taux d'endettement (D/E)

Comme il a été mentionné plus haut, l'Autorité souhaite faire abstraction, dans la mesure du possible, des fluctuations des marchés financiers pour fixer le taux de rémunération applicable à des actifs de durée de vie longue. En particulier, elle considère qu'il convient de retenir à cet effet une structure d'endettement cible pour les opérateurs concernés. Cette structure cible doit être évaluée en tenant compte à la fois des valeurs observées pour les opérateurs en question, de leur rythme d'évolution, des valeurs observées pour des opérateurs similaires en France et en Europe, et enfin de tout élément permettant d'apprécier la structure que tendrait à adopter un investisseur dans le secteur des télécommunications en France, conformément à l'article D. 312 du CPCE susmentionné.

Fixe

Le levier d'endettement des activités fixe de communications électroniques a été fixé à 66% par les décisions de l'Autorité⁹.

Alors que ce taux était inférieur à la mesure empirique au moment de sa première fixation, l'Autorité observe que le taux d'endettement de France Télécom a régulièrement baissé depuis cette date pour converger progressivement vers ce niveau cible.

Le taux d'endettement de France Télécom est aujourd'hui encore légèrement supérieur à ce niveau, tandis que les taux d'endettement des opérateurs comparables européens apparaissent à l'inverse inférieurs mais en légère augmentation.

Compte tenu de ces différents éléments, l'Autorité considère que la valeur cible de 66% continue à être une référence pertinente pour les activités de communications électroniques fixe.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le levier d'endettement des activités régulées du secteur fixe, et sur son intention de retenir un levier d'endettement cible de 66%.

Mobile

Une observation des structures d'endettement des rares opérateurs européens spécialisés dans l'activité mobile et cotés en bourse montre que la majorité d'entre eux présentent à ce jour un ratio dettes sur fonds propres proche de 20%, mais cette référence est rendue délicate par la faible représentativité des acteurs concernés (il n'existe que trois opérateurs mobile purs cotés en Bourse).

⁹ Cette valeur ressort notamment des décisions n°05-1079 en date du 6 décembre 2005 et n°07-0834 en date du 4 octobre 2007.

Par ailleurs, la moyenne observée des structures d'endettement des trois maisons mères des opérateurs mobiles concernés correspond à un ratio de l'ordre de 45%. Cependant, il est ardu, à partir du levier d'endettement d'un groupe diversifié auquel un opérateur est adossé, d'en déduire un levier pertinent pour le taux de rémunération d'une activité d'un secteur précis.

En outre, la structure d'endettement cible retenue pour les activités fixe de France Télécom repose sur un endettement encore plus élevé, correspondant à un ratio de 66,66%. En raison des phénomènes croissants de convergence entre le secteur fixe et le secteur mobile, il semble raisonnable de considérer qu'à terme, les structures financières cibles de ces deux secteurs convergent également. A tout le moins, le levier d'endettement retenu pour les activités fixe de France Télécom devrait constituer pour l'avenir un élément de référence en vue de la fixation du levier d'endettement du secteur mobile.

Pour l'instant, l'Autorité considère qu'une structure d'endettement correspondant à un ratio dettes sur fonds propres de 30%, identique à celui retenu dans ses précédentes décisions relatives aux taux de rémunération des opérateurs mobiles¹⁰, correspond à un équilibre satisfaisant entre ces positions et est pertinente pour évaluer le coût du capital des opérateurs mobiles concernés.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le levier d'endettement des activités régulées du secteur mobile, et sur son intention de retenir un levier d'endettement cible de 30%.

Télédiffusion

TDF présente un levier d'endettement élevé¹¹, qui est lié à sa situation de LBO (Leverage Buy Out), consistant à racheter une entreprise par un recours massif à l'endettement. Ce levier d'endettement ne peut donc servir de valeur de référence pour des activités de télédiffusion.

L'étude des entreprises « comparables » à TDF fournit une première référence pour la fixation du levier d'endettement recherché. Selon une étude menée pour l'Autorité, le levier d'endettement moyen des entreprises « comparables » est proche de 33% en 2006.

Par ailleurs, les choix des régulateurs européens en matière de fixation du levier d'endettement des activités de télédiffusion constituent une référence supplémentaire. Ainsi, le régulateur suédois, PTS, a opté pour un levier compris dans une fourchette de 25% à 55%. Le régulateur finlandais, FICORA, a fait de son côté le choix d'un levier d'endettement de 30% pour les activités de télédiffusion.

Dans ces conditions, un levier d'endettement de 30% apparaît à l'Autorité comme une valeur cible pertinente pour les activités de télédiffusion.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix du levier d'endettement des activités régulées du secteur de la télédiffusion, et sur son intention de retenir un levier d'endettement cible de 30%.

¹⁰ Cette valeur ressort des décisions n°06-0204, n°06-0205 et n°06-0206, en date du 9 février 2006.

¹¹ Les calculs font état d'un levier d'endettement supérieur à 100% pour l'année 2006.

Prime de dette (Rd)

Toutes choses égales par ailleurs, plus une entreprise est endettée, plus il est risqué de lui prêter à nouveau. Ainsi, la prime de dette croît avec le taux d'endettement retenu.

Compte tenu des niveaux de prime de dette retenus dans les décisions précédentes de l'Autorité¹², l'Autorité propose de retenir les primes de dette suivantes :

Levier financier	30%	66%
Prime de dette	0,75	1

Afin de garantir leur cohérence, ces références, utilisées dans les décisions de l'Autorité, avaient été fixées à un niveau intermédiaire entre le coût moyen et le coût marginal¹³ de la dette des entreprises visées.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix de la prime de dette, et sur son intention de retenir une prime dette égale à :

- 0,75% pour les activités régulées du secteur mobile et du secteur de la télédiffusion, compte tenu d'un taux d'endettement cible estimé à 30% ;
- 1% pour les activités régulées du secteur fixe, compte tenu d'un taux d'endettement cible estimé à 66%.

Beta action

Le beta action traduit la sensibilité avec laquelle les mouvements du marché boursier sont répercutés sur le cours de l'action. La valeur de ce paramètre dépend de l'impact d'une hausse ou d'une baisse générale du marché sur le cours du titre. Par définition, le beta du marché dans son ensemble est égal à 1. Une action dont le beta est supérieur à 1 est telle que le cours de l'action réagit de manière plus que proportionnelle aux variations du marché, tandis qu'une action présentant un beta inférieur à 1 est telle que le cours de l'action réagit de manière moins que proportionnelle aux variations du marché.

De la même manière que pour le levier d'endettement, l'Autorité considère qu'il convient de retenir une valeur cible pour ce paramètre.

Fixe

Dans les précédentes décisions de l'Autorité¹⁴ la valeur du beta retenue pour le secteur fixe était de 1. L'observation des betas des opérateurs du secteur fixe témoigne d'une baisse tendancielle de la valeur de ce paramètre, tel qu'il peut être estimé à partir de données du

¹² La décision n°07-0834 en date du 4 octobre 2007, relative aux activités régulées du secteur fixe, rend compte d'une prime de dette égale à 1% ; la décision n°06-0206 en date du 9 février 2006, relative aux activités régulées du secteur mobile, rend compte d'une prime de dette égale à 0,75%.

¹³ Le coût marginal correspond au coût instantané lié au recours à l'endettement.

¹⁴ Cette valeur ressort notamment des décisions n° 05-0231 en date du 17 mars 2005, n° 05-1079 en date du 6 décembre 2005 et n°07-0834 en date du 4 octobre 2007.

marché. Ainsi, les betas des entreprises comparables à France Télécom étaient supérieurs à 1¹⁵ en 2003. A l'inverse, en 2007, ceux-ci sont inférieurs ou égaux à 1¹⁶.

Le beta cible évalué semble donc rester aujourd'hui une référence pertinente sur la durée. L'Autorité propose de reconduire la valeur de 1 pour le beta des activités fixe.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix du beta actions des activités régulées du secteur fixe, et sur son intention de retenir un beta actions cible de 1.

Mobile

Dans les précédentes décisions de l'Autorité¹⁷, le beta pour les activités mobiles était fixé à environ 1,2 en se fondant sur l'observation des comparables.

L'actualisation de cette démarche montre une baisse très sensible des betas des comparables, ce qui conduit à retenir une valeur plus faible que celle utilisée dans les décisions précédemment citées. Un graphique en annexe montre ces tendances.

Au-delà de cette observation, il apparaît que l'activité sur laquelle porte le taux de rémunération fixé présente à la fois des facteurs de risque supérieur et des facteurs de risque inférieur comparativement au marché pris dans son ensemble. Le secteur mobile est caractérisé par de forts investissements en capital, d'autant plus risqués qu'ils sont irrécupérables (« *sunk costs* »). A l'inverse, sur les activités régulées, qui sont celles sur lesquelles le taux de rémunération du capital déterminé par l'Autorité s'applique, les entreprises concernées disposent précisément d'un pouvoir de marché significatif. En particulier, sur certaines prestations, comme la terminaison d'appel (TA), les opérateurs du secteur mobile bénéficient d'une situation de monopole. Or, le degré de concurrence est l'un des éléments du risque.

L'ensemble de ces éléments conduit à retenir une valeur cible de 1 pour le beta des activités mobile, cible aujourd'hui conforme aux tendances observées.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix du beta actions des activités régulées du secteur mobile, et sur son intention de retenir un beta actions cible de 1.

Télédiffusion

TDF jouit aujourd'hui d'une position très forte¹⁸ sur les activités visées par les obligations réglementaires, proche d'une position de monopole, au sens où les concurrents de TDF n'exercent qu'une pression concurrentielle marginale. Sur les cinq premières phases de

¹⁵ Dans un intervalle compris entre 1,4 et 1,8.

¹⁶ Dans un intervalle compris entre 0,8 et 1,05.

¹⁷ L'Autorité retient une telle valeur dans les décisions n°06-0204, n°06-0205 et n°06-0206 en date du 9 février 2006..

¹⁸ Les derniers chiffres publiés par l'ARCEP dans son tableau de bord de la télédiffusion numérique indiquent, qu'en moyenne, sur les 5 premières phases de déploiement, TDF détient encore près de 78% de part de marché sur la diffusion et près de 94% de part de marché sur l'activité d'hébergement. Toujours dans le cas du secteur de la télédiffusion, le développement d'activités complémentaires aux activités historiques, telles que les réseaux mobile, le WIFI, le WIMAX, et bientôt la TMP et la radio numérique, conduit à diversifier le portefeuille d'activité, à utiliser plus intensivement les infrastructures existantes. Le développement séquentiel de ces diverses activités apparaît également être un facteur de réduction du risque industriel.

déploiement de la TNT, TDF détient près de 78% de part de marché sur la diffusion et près de 94% de part de marché sur l'activité d'hébergement¹⁹. Cette situation est d'autant plus avantageuse pour TDF qu'elle ne devrait pas être sensiblement remise en cause à court terme, dans la mesure, notamment, où les contrats négociés sont pluriannuels.

Parmi les entreprises cotées en bourse, il semble que peu d'entreprises bénéficient d'une telle position concurrentielle. Or le marché, qui, dans son acceptation financière, regroupe l'ensemble des entreprises cotées, présente par définition un beta actions égal à 1. Dès lors, le beta de TDF devrait être inférieur à celui correspondant au risque moyen du marché, en raison notamment de l'absence effective de concurrents. Pour autant, le risque qui serait celui d'un investisseur dans le secteur des communications électroniques en France pourrait être différent.

Au regard de ces différents éléments, l'Autorité considère qu'un beta de 1 représente une référence pertinente pour l'activité de télédiffusion.

L'Autorité souhaite recueillir l'avis des acteurs sur le choix du beta actions des activités régulées du secteur de la télédiffusion, et sur son intention de retenir un beta actions cible de 1.

V. Conclusion

Les paramètres envisagés pour l'évaluation des taux de rémunération du capital réglementaires pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion sont rappelés dans le tableau suivant, ainsi que les valeurs auxquelles ils conduisent :

Paramètres généraux			
Taux d'imposition	34,43%		
Taux sans risque	4,40%		
Prime de marché	5%		
Paramètres caractéristiques	Fixe	Télédiffusion	Mobile
Levier d'endettement	66%	30%	30%
Prime de dette	1	0,75	0,75
Beta actions	1	1	1
Taux avant impôts	10,8%	12,2%	12,2%

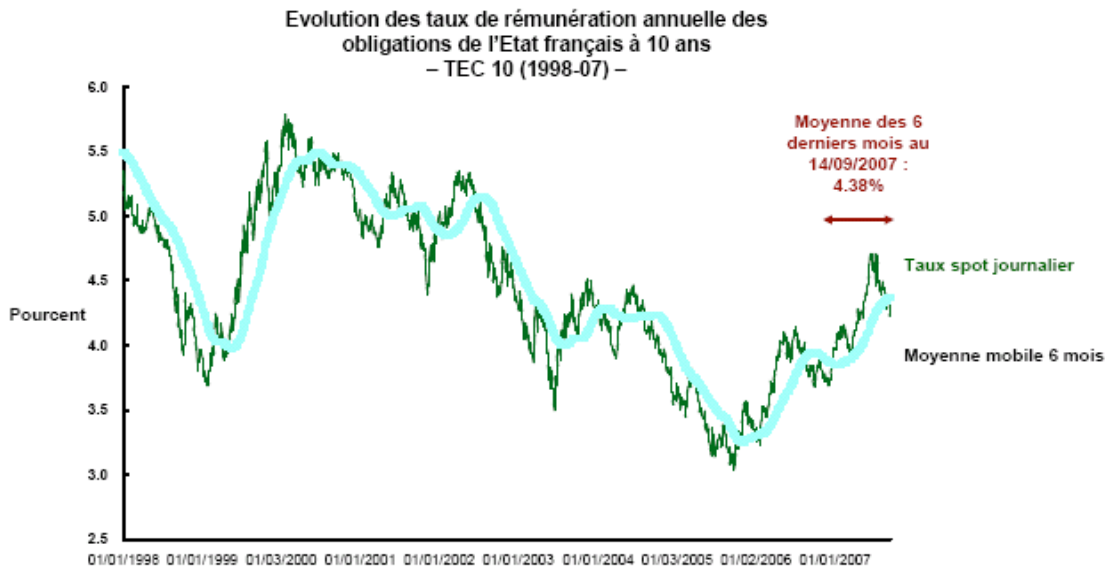
¹⁹ Tableau de bord de la télédiffusion numérique publié par l'Autorité.

ANNEXES

Pratique des régulateurs dans la fixation du coût du capital

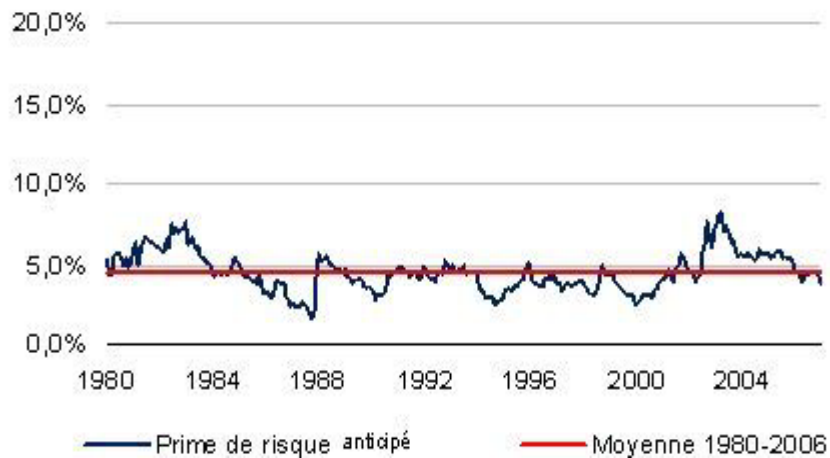
Pays	Régulateur	Méthodologie	Méthodologie
Membres du Groupement des régulateurs indépendants			
Autriche	RTR	MEDAF	CMPC
Allemagne	BNetzA	Balance sheet method	CMPC
Belgique	IBPT	MEDAF	CMPC
Chypre	OCECPR	MEDAF	CMPC
Croatie	CTA		CMPC
Danemark	NITA	MEDAF	CMPC
Espagne	CMT	MEDAF	CMPC
Estonie	ENCB	Balance sheet method	CMPC
France	ARCEP	MEDAF	CMPC
Grèce	EETT	MEDAF	CMPC
Hongrie	NCAH	MEDAF	CMPC
Irlande	COMREG		CMPC
Italie	AGCOM	MEDAF	CMPC
Lituanie	RRT	MEDAF	CMPC
Malte	MCA	MEDAF	CMPC
Norvège	NPT	MEDAF	CMPC
Pays-Bas	OPTA	MEDAF	CMPC
Pologne	UKE	MEDAF	CMPC
Portugal	ANACOM	MEDAF	CMPC
Roumanie	ANRC	MEDAF	CMPC
Royaume-Uni	OFCOM	MEDAF	CMPC
Suède	PTS	MEDAF	CMPC
Suisse	BAKOM	MEDAF	CMPC
Autres Régulateurs			
Australie	ACCC	MEDAF	CMPC
Australie	Office of Regulator General	MEDAF	CMPC
Nouvelle-Zélande	Commerce Commission	MEDAF	CMPC

Evolution du taux de rémunération de l'OAT TEC 10



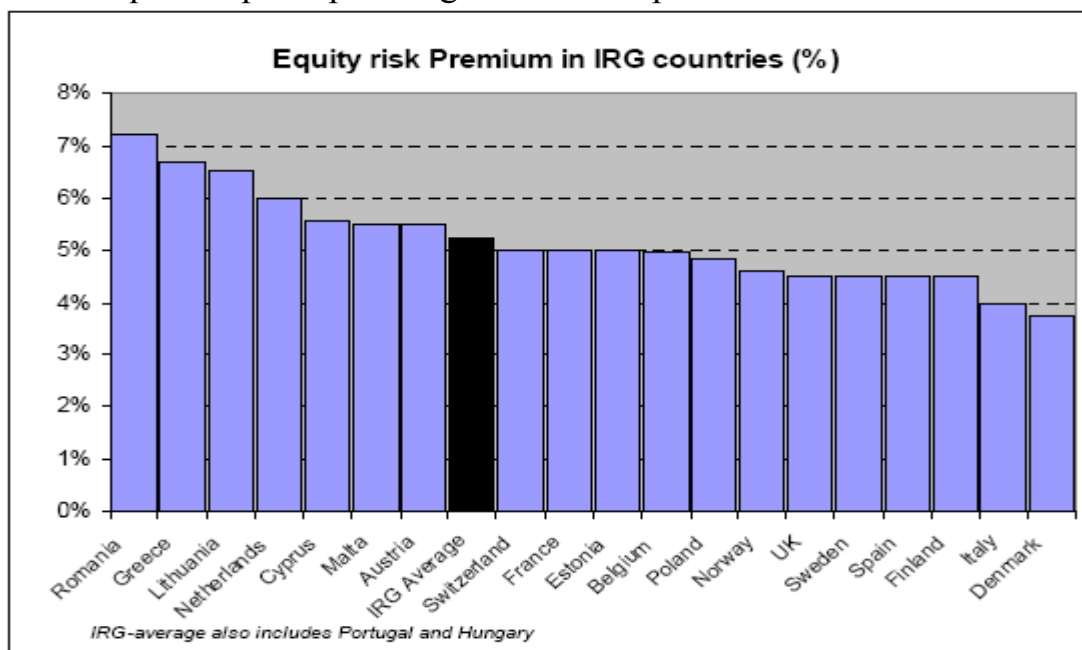
Source : DATASTREAM

Evolution de la prime de risque anticipée sur la période 1980-2006 (marché français)



Source : Pierre VERNIMMEN, Finance d'Entreprise

Prime de risque des principaux régulateurs européens



Source: IRG Regulatory Accounting PIB's for WACC calculation

Levier d'endettement des opérateurs mobiles comparables

Opérateurs Téléphonie Mobile	Pays	D/E 2006 %
Vodafone	Royaume Uni	19,9
Cosmote	Grèce	31,4
Orascom Telecom	Egypte	23,6
Mobile One	Singapour	21,3
America Movil	Mexique	11,3

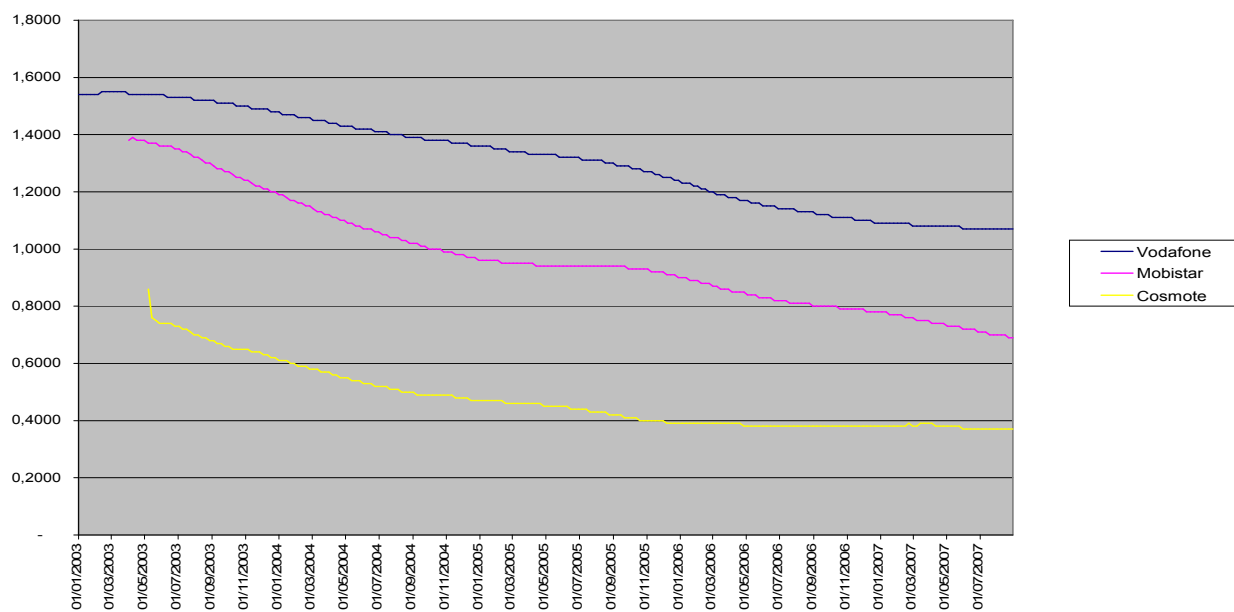
Sources : DATASTREAM, Rapports annuels

Estimation du levier d'endettement de TDF à partir de la valeur comptable des fonds propres

Capitaux propres 2004 (M EUR)	250
Ratio Capitalisation boursière / Capitaux propres	5,4
Estimation de la capitalisation boursière de TDF (M EUR)	1,338
Intérêts minoritaires (M EUR)	48
Estimation des fonds propres de TDF (M EUR) - E	1,387
Dette nette 2004 (M EUR) - D	1,619
Estimation du levier d'endettement - D/E	116,7%

Source : DATASTREAM

Evolution des betas actions des comparables du secteur mobile



Sources : DATASTREAM, Rapports annuels