

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

Synthèse de la consultation publique menée du 26 juin au 25 juillet 2012

Conformément au cadre législatif et réglementaire en vigueur, l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP) mène l'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 spécifiques, adaptées et proportionnées aux problèmes de concurrence constatés.

Lorsqu'elle impose des obligations de contrôle tarifaire ou de comptabilisation des coûts, l'Autorité doit veiller à « assurer une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru », comme précisé à l'article D. 311 du code des postes et communications électroniques (CPCE).

Cette notion de rémunération raisonnable est précisée à l'article D. 312 du même code : le taux de rémunération du capital déterminé par l'Autorité doit tenir 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.

Du 26 juin au 25 juillet 2012, l'Autorité a mis en consultation publique les paramètres envisagés en vue de l'établissement des taux de rémunération du capital réglementaires pour les activités de télédiffusion sur la durée du troisième cycle de régulation.

L'Autorité sollicitait l'avis des acteurs du secteur sur l'ensemble du projet de décision.

L'Autorité a reçu des contributions de TDF et de towerCast.

Outre la synthèse de cette consultation, l'Autorité publie les réponses qui lui ont été transmises, à l'exclusion des parties couvertes par le secret des affaires.

## 1. Remarques générales

Deux acteurs ont apporté des réponses à la consultation publique. Il s'agit de l'opérateur régulé TDF, qui pour élaborer sa réponse a fait appel au cabinet de conseil en économie MAPP, et de l'opérateur alternatif towerCast.

Les commentaires de TDF ont pour objet d'élever le taux de rémunération du capital prévu dans le projet de décision mis en consultation publique. A l'inverse, les commentaires de towerCast visent à le diminuer.

## 2. Méthode employée par l'Autorité

TowerCast souligne la cohérence générale de la pratique de l'Autorité en matière de méthode adoptée pour la fixation des taux de rémunération réglementaires, que ce soit pour les activités régulées de télédiffusion ou pour les autres activités régulées, et ne manifeste pas de souhait de revenir sur cette méthode.

A l'inverse, TDF souhaite modifier la méthode de calcul du taux de rémunération réglementaire et *préconise de retenir la même période de référence (1 an, 2 ans ou 5 ans) pour tous les paramètres utilisés pour calculer le taux de rémunération du capital.*

### *Commentaire*

*Afin d'assurer une cohérence dans le calcul des taux de rémunération du capital des activités régulées par l'Autorité, la méthode retenue ici pour la fixation du taux de rémunération du capital relatif aux activités de radiodiffusion est la même que celle qui est appliquée pour la fixation du taux relatif aux activités fixes et mobiles.*

## 3. Niveau des différents paramètres

### 3.1. Le taux sans risque

TowerCast s'étonne de la valeur proposée pour le taux sans risque retenu (3,2 %) dans les décisions concernant les activités fixes et mobiles et au regard de l'évolution de l'indice TEC10. TowerCast propose de retenir la valeur de 3,1 % au lieu de 3,3 %.

TDF ne propose pas de valeur pour le taux sans risque, mais relève une incohérence dans le fait de modifier la valeur de ce paramètre en fonction de l'évolution récente d'un indice alors que la prime de marché considérée est évaluée sur le long terme. Pour TDF, cette incohérence est préjudiciable car elle revient à nier le phénomène de compensation qui existerait entre taux sans risque et prime de marché : la crise a entraîné le repli des investisseurs vers les actifs peu risqués, entraînant simultanément une baisse du taux sans risque et une hausse de la prime de marché. TDF propose de faire l'hypothèse que la somme du taux sans risque et de la prime de marché est restée stable depuis 2010 à 9,0 %.

### *Commentaire*

*Dans le projet de décision, le taux calculé (de 3,3 %) devait couvrir la période allant du 1<sup>er</sup> avril 2012 au 31 mars 2017. La fenêtre d'évaluation du taux sans risque avait donc été décalée de 3 mois par rapport à ce qui avait été décidé dans les cas des activités fixes et mobiles, pour lesquelles les taux étaient valables du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2012.*

*Dans la décision définitive, la période retenue pour calculer le taux de rémunération du capital correspond à la période comprise entre le 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2012, afin d'assurer une cohérence avec la période retenue pour calculer le taux de rémunération relatif aux activités fixes et mobiles. Le taux sans risque qui en découle correspond ainsi à 3,2%.*

### **3.2. La prime de marché**

TowerCast rappelle que le niveau de 5,0 % est celui qui a été retenu par l'ARCEP dans ses autres décisions de fixation de taux de rémunération réglementaire.

L'hypothèse proposée par TDF, de figer la somme du taux sans risque et de la prime de marché à 9,0 % signifie, compte tenu du taux sans risque proposé par l'ARCEP (que TDF ne remet pas en cause), que la prime de marché serait évaluée à 5,7 %.

#### *Commentaire*

*L'Autorité estime que la référence à une moyenne de très long terme pour la prime de marché permet de s'affranchir des contingences susceptibles d'affecter la valeur de ce paramètre prospectif. Elle utilise cette référence pour tous les secteurs pour lesquels elle est amenée à déterminer un taux de rémunération du capital.*

*Les opérateurs historiques pourraient tirer parti d'une réévaluation de ce paramètre à l'occasion de la crise financière. Il est cependant apparu, lors des différentes consultations menées sur le sujet du taux de rémunération du capital, que la majorité des opérateurs étaient favorables à la pratique de l'ARCEP, combinant la référence à des valeurs de long terme pour certains paramètres et la prise en compte de conditions de marché pour d'autres. Or la valeur de 5,0 % proposée pour la prime de marché est raisonnable à long terme.*

*Dans la décision définitive, la prime de marché a donc été maintenue à 5,0 %.*

### **3.3. La structure d'endettement**

TowerCast rappelle que la structure d'endettement proposée dans le projet de décision est identique à celle qui a été retenue par l'ARCEP dans ses précédentes décisions de fixation de taux de rémunération réglementaire pour la télédiffusion.

TDF ne fait pas de commentaires sur la structure d'endettement proposée dans le projet de décision.

### **3.4. La prime de dette**

TowerCast s'étonne de la valeur proposée (1,0 %) pour la prime de dette, qui diffère de celle retenue dans la décision sur le taux de rémunération du capital réglementaire pour les activités mobiles (0,9 %), pour lesquelles une même notation financière a été retenue, compte tenu du choix d'une même structure d'endettement cible.

TDF, sans remettre en cause la structure d'endettement cible, estime que la référence à la notation financière « A » n'est pas pertinente. A l'appui de ce point, TDF se réfère à trois comparables, dont la notation varie entre « B+ » et « BB+ ».

#### *Commentaire*

*Dans le projet de décision, le taux calculé (de 1 %) devait couvrir la période allant du 1<sup>er</sup> avril 2012 au 31 mars 2017. La fenêtre d'évaluation de la prime de dette avait donc été décalée de 3 mois par*

*rapport à ce qui avait été décidé dans les cas des activités fixes et mobiles, pour lesquelles les taux étaient valables du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2012.*

*Dans la décision définitive, la période retenue pour calculer le taux de rémunération du capital correspond à la période comprise entre le 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2012. Le taux de la prime qui en découle correspond ainsi à 0,9 %.*

*En ce qui concerne la notation financière de référence, l'Autorité considère qu'il est justifié de s'appuyer sur le taux d'endettement de l'opérateur générique plutôt que sur l'observation de « comparables » dont la comparabilité n'a en réalité pas été démontrée (à titre d'illustration, il ressort des publications de SBA Communications que seulement 6% de son chiffre d'affaires provient d'entreprises qui ne sont pas des opérateurs de communications électroniques interpersonnelles mobiles).*

### **3.5. Les poids respectifs de la dette préalable et de la dette à émettre**

TowerCast ne fait pas de commentaire sur ce point.

TDF souligne qu'un renouvellement de la dette régulier sur 10 ans ne se traduit pas par un poids de la dette à émettre proportionnel à la durée de validité du taux évalué, mais inférieur : la dette préalable pèse sur toute la période, alors que la dette à émettre pèsera surtout sur la fin de la période. TDF considère que pour un taux valable sur 5 ans, le poids de la dette à émettre doit être de l'ordre de 10%.

*Commentaire*

*L'ARCEP note qu'en effet, la pondération dans le projet (50 % - 50 %) n'était pas représentative des poids respectifs de la dette préalable et de la dette à émettre dans le cas d'un taux valable sur 5 ans et d'un endettement régulier. En réalité, une pondération de l'ordre de 30 % pour la dette à émettre aurait dû être appliquée, aboutissant à un coût pondéré de la dette de 5,0 % au lieu de 4,8 %.*

*Cependant, dans la décision définitive, le taux couvre finalement une période d'un an au lieu de cinq. Une pondération de l'ordre de 10 % pour la dette à émettre a donc été appliquée, aboutissant à un coût pondéré de la dette de 5,2 %.*

### **3.6. Le beta**

TowerCast estime justifié de retenir un beta de 0,8 pour les activités liées à l'exploitation des sites non-réplicables. TowerCast note que ces sites sont constitutifs d'une facilité essentielle, la plateforme TNT étant elle-même incontournable, et considère que les actifs non réplicables de TDF ont une sensibilité à l'évolution du marché inférieure à 1.

TDF considère tout d'abord que le calcul d'un beta sur période courte ne serait pas pertinent avec l'approche de long terme retenue pour d'autres paramètres affichée dans le projet mis en consultation, ensuite, que l'effet de valeur refuge qui a pu être observé sur les valeurs télécoms n'est pas représentatif du financement à long terme de ces entreprises, et enfin que le beta des opérateurs de télédiffusion est supérieur à celui des opérateurs de communications électroniques interpersonnelles (beta calculé sur une base hebdomadaire sur 5 ans établi à 1,29 en moyenne sur un échantillon de 4 opérateurs de télédiffusion contre 0,70 sur un échantillon de 5 opérateurs de communications électroniques interpersonnelles).

*Commentaire*

*L'ARCEP souligne que la proposition d'un beta de 0,8 pour la télédiffusion ne résulte pas d'un calcul sur une période courte mais se base sur un paramètre de long terme qui a été mis en cohérence avec*

*ce qui est retenu pour les activités fixes et mobiles.. L'ARCEP a en effet retenu, pour les activités régulées de télédiffusion qui se rapprochent de l'exploitation de facilités essentielles, une valeur de long terme du coefficient  $\beta$  équivalente à celle retenue pour les activités de communications électroniques fixes et mobiles régulées.*

*Par ailleurs, l'ARCEP considère qu'il n'y a pas lieu de remettre en cause dans le cas de TDF le constat général qu'un niveau de risque modéré permet de bénéficier de conditions de financement favorables.*

*Enfin, l'ARCEP ne saurait faire reposer son estimation du beta sur un calcul mené pour 4 « comparables », dont la comparabilité n'a en réalité pas été démontrée. De même que le beta effectif de l'opérateur diversifié France Télécom n'est pas représentatif du beta de ses activités fixes régulées, le beta des 4 sociétés proposées par TDF ne peut être qu'un majorant du risque correspondant à l'exploitation des sites non-répliquables de télédiffusion .*