

# CONSULTATION PUBLIQUE

Ouverte du 25 février au 25 mars 2019

**Projet de décision fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées pour les années 2019 et 2020**

25 février 2019

## Avertissement

L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (Arcep) met en consultation publique le présent document qui contient son projet de décision portant sur la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités de télédiffusion. Le présent document est téléchargeable sur le site de l'Arcep.

La présente consultation publique est ouverte jusqu'au 25 mars 2019 à 18h00. L'avis des acteurs du secteur est sollicité sur l'ensemble du document mis en consultation.

Les contributeurs sont notamment invités à commenter les modalités générales de ce projet de décision :

- la méthode employée pour l'évaluation du coût moyen pondéré du capital et le niveau des paramètres de calcul ;
- le niveau du taux de rémunération du capital.

Compte tenu de l'incertitude qui caractérise l'exercice de fixation de valeurs prévisionnelles pour le calcul du coût moyen pondéré du capital et au regard de la disparité observée dans les caractéristiques financières des opérateurs présents sur les marchés régulés, l'Arcep, dans le cadre de la présente consultation, soumet à l'appréciation des acteurs du marché des intervalles de confiance pour les paramètres qu'elle retient, paramètres qui doivent s'appréhender dans leur ensemble. Pour faciliter la lecture et la prise en compte de leurs réponses, les contributeurs sont invités à présenter leurs observations de manière cohérente avec le plan du présent document.

Les réponses doivent être transmises à l'Arcep, de préférence par courrier électronique, à l'adresse [rcap@arcep.fr](mailto:rcap@arcep.fr). A défaut, ils pourront être transmis par courrier à l'adresse suivante :

Autorité de régulation des communications électroniques et des postes  
Direction Courrier Colis Broadcast  
14, rue Gerty Archimède  
75012 Paris

**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.

# Décision n° 2019-xxxx de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du xxxx fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées pour les années 2019 et 2020

L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ci-après « l'Arcep »),

Vu la directive 2002/19/CE modifiée 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 modifiée 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 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 le code des postes et des communications électroniques (« CPCE »), notamment ses articles L. 32-1, L. 36-7, L. 37-1 et s., D. 303 et s. ;

Vu la décision n° 2015-1583 de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes en date du 15 décembre 2015 portant sur la définition du marché pertinent de gros des services 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 consultation publique menée du 27 novembre au 12 décembre 2018 sur le projet de décision de prolongation de la décision n° 2015-1583 d'analyse du marché de gros amont des services de diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels en mode numérique ;

Vu la consultation publique menée du 25 février 2019 au 25 mars 2019 sur le présent projet de décision ;

Vu les réponses à cette consultation publique ;

Après en avoir délibéré le xxxx,

## 1 Cadre juridique

Conformément aux dispositions des articles L. 37-1 et suivants du CPCE, l'Autorité procède à l'analyse des marchés pertinents du secteur des communications électroniques et établit la liste des opérateurs exerçant une influence significative sur ces marchés. Le cas échéant, elle impose à ces derniers des obligations proportionnées à la réalisation des objectifs mentionnés à l'article L.32-1 du CPCE. En particulier, l'Autorité peut imposer aux opérateurs exerçant une influence significative sur le marché l'obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts et l'obligation de comptabilisation des coûts. L'obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts vise notamment à éviter que l'opérateur exerçant une influence significative sur un marché du secteur des communications électroniques ne profite de l'absence de pression concurrentielle pour fixer des tarifs excessifs, au détriment des opérateurs alternatifs et, *in fine*, des utilisateurs finals. L'obligation de

comptabilisation des coûts permet notamment de vérifier que les obligations tarifaires sont respectées.

En application de l'article D. 311 du CPCE, les mécanismes de recouvrement des coûts et les méthodes retenues pour la comptabilisation des coûts doivent être établis en tenant compte de plusieurs objectifs. L'Autorité doit ainsi veiller « à ce que les méthodes retenues promeuvent l'efficacité économique, favorisent une concurrence durable et optimisent les avantages pour le consommateur » tout en assurant « une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque spécifiquement lié à un nouveau projet d'investissement particulier ».

L'article D. 311 du CPCE dispose également que l'Autorité peut « prendre en compte les prix en vigueur sur les marchés comparables en France ou à l'étranger ».

En outre, l'article D. 312 du CPCE prévoit que « le taux de rémunération du capital utilisé [...] 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. ». Il en résulte que le coût moyen pondéré des capitaux constitue un critère d'appréciation important dans la détermination du taux de rémunération du capital.

Enfin, dans l'exercice de ses missions, l'Autorité est chargée de veiller aux objectifs mentionnés à l'article L. 32-1 du CPCE, notamment au 3° du II, aux 1°, 2° du III et au 2° du IV<sup>1</sup>.

## 2 Champ d'application de la présente décision

### 2.1 Périmètre des activités concernées

Pour les années 2016 à 2018, l'Autorité a fixé, dans sa décision n° 2015-1371, le taux de rémunération du capital pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire pour les activités régulées dans le secteur de la télédiffusion. Ce taux a été fixé à 9,8%.

Comme dans ses précédentes décisions, l'Autorité fixe un taux réglementaire de rémunération du capital spécifique aux activités de télédiffusion régulées.

A cet égard, il convient de rappeler que l'Autorité envisage de prolonger la décision d'analyse de marché n° 2015-1583. Dès lors, TDF serait soumis, pour 2019 et 2020, pour les prestations des marchés de gros offertes sur ses sites non répliquables, à l'obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts et à l'obligation de comptabilisation des coûts.

### 2.2 Durée d'application

Dans sa décision n° 2015-1371, l'Autorité a fixé un taux de rémunération prévisionnel valable pour trois ans (2016-2018). Dans le cadre de la présente décision, il apparaît opportun de fixer la valeur du taux de rémunération du capital pour 2019 et 2020, compte tenu du projet de décision de prolongation de l'application de la décision n° 2015-1583 d'analyse du marché de gros amont des services de diffusion hertzienne terrestre de programmes télévisuels en mode numérique.

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire des objectifs relatifs au « développement de l'investissement, de l'innovation et de la compétitivité dans le secteur des communications électroniques », à « l'exercice au bénéfice des utilisateurs d'une concurrence effective et loyale entre les exploitants de réseau et les fournisseurs de services de communications électroniques », à la « définition de conditions d'accès aux réseaux ouverts au public et d'interconnexion de ces réseaux qui garantissent [...] l'égalité des conditions de la concurrence » et « à la promotion des investissements et de l'innovation dans les infrastructures améliorées de nouvelle génération, en tenant compte, lorsqu'ils fixent des obligations en matière d'accès, du risque assumé par les entreprises qui investissent [...] ».

## 3 Eléments d'appréciation sur le calcul du coût moyen pondéré du capital

### 3.1 La référence à un modèle financier

Conformément à l'article D. 312 du CPCE, l'Autorité détermine le taux de rémunération du capital en tenant notamment compte du coût moyen pondéré du capital de l'investisseur considéré<sup>2</sup>, le coût des fonds propres étant calculé selon le modèle d'équilibre des actifs financiers (« MEDAF »).

La mesure du coût du capital est un sujet sur lequel l'Autorité sollicite régulièrement des expertises extérieures, notamment auprès de cabinets spécialisés en finance.

Par ailleurs, les consultations publiques menées par l'Autorité en 2007, 2009, 2011, 2012, 2013, 2015 et 2017 portant sur les taux de rémunération du capital des activités fixes, mobiles et de télédiffusion régulées ont fait apparaître un consensus sur la notion de coût moyen pondéré du capital et sur la référence au MEDAF. En outre, la plupart des régulateurs européens établissent le taux réglementaire de rémunération du capital des activités régulées sur le fondement d'un coût moyen pondéré du capital et en se référant au MEDAF.

En vue de fixer le taux réglementaire nominal de rémunération du capital, le coût moyen pondéré du capital est évalué avant impôts et sur la base de paramètres exprimés en termes nominaux. Il est calculé, pour l'activité considérée, comme une moyenne pondérée, en fonction de la structure de financement de l'investisseur considéré, entre :

- le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires, évalué avant impôt sur les sociétés ;
- le coût de la dette de l'opérateur, retraité de l'effet résultant de la déductibilité des intérêts d'emprunt du résultat fiscal soumis à l'impôt sur les sociétés.

#### 3.1.1 Le coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres évalué avant impôt sur les sociétés est obtenu à partir du taux de l'impôt sur les sociétés et du coût des capitaux propres après impôts qui, à une date donnée, correspond, selon le MEDAF, à la formule :

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

Où :

- le facteur  $R_f$  désigne le taux sans risque qui correspond à la rémunération exigée par un créancier pour un investissement qui ne présenterait aucun risque ;
- le facteur  $(R_m - R_f)$  désigne la prime de marché, c'est-à-dire l'excédent de rentabilité attendu par les investisseurs pour un panier constitué de l'ensemble des actifs existants par rapport au taux sans risque ;
- le facteur  $\beta$  (bêta) désigne le risque spécifique des fonds propres engagés par les investisseurs dans l'activité considérée, avec le taux d'endettement observé.

Le taux d'impôt sur les sociétés, de 33,33% en 2018, est fixé à 31% en 2019 puis 28% en 2020<sup>3</sup>. Toutefois, il convient de prendre en compte le report de cette baisse annoncé en décembre 2018 par le Gouvernement pour les entreprises de plus de 250 millions d'euros de chiffre d'affaires.

---

<sup>2</sup> C'est-à-dire, conformément à l'article D. 312 du CPCE, du coût moyen pondéré du capital de l'opérateur concerné et de celui que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France.

<sup>3</sup> Voir l'article 219 du code général des impôts

### 3.1.2 Le coût de la dette

Le coût de la dette retenu par l'Autorité est exprimé comme le coût pondéré de la dette préexistante et de la dette à émettre sur la période considérée. Ainsi, il dépend notamment des conditions de financement lors des périodes précédentes. En l'espèce, l'Autorité estime raisonnable de retenir l'hypothèse que l'opérateur considéré doit s'endetter sur 10 ans pour optimiser le financement des activités de télédiffusion régulées, ce qui signifie que, au cours d'une année, un dixième de sa dette est refinancée.

Le coût de la dette préexistante est établi sur le fondement des calculs du coût de la dette réalisés par l'Autorité dans ses précédentes décisions.

Le coût de la dette à émettre, retraité de l'effet de la déductibilité des intérêts d'emprunt<sup>4</sup>, est obtenu pour les années 2019 et 2020 à partir du coût de la dette qui 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 moyen pondéré du capital nécessite ainsi l'établissement de différents paramètres. Conformément aux dispositions de l'article D. 311 du CPCE, les valeurs de ces paramètres sont appréciées au regard notamment des données financières d'un échantillon d'opérateurs européens présents sur les activités de télédiffusion régulées.

### 3.2 La prise en compte des conditions de marché pour fixer les paramètres du calcul

L'Autorité évalue le coût moyen pondéré du capital en s'appuyant sur des valeurs prévisionnelles pour les différents paramètres du calcul.

D'une part, pour les paramètres les plus stables dans le temps, les valeurs retenues sont estimées en prenant en compte les observations historiques de long terme. Il s'agit :

- de la prime de risque du marché ( $R_m - R_f$ ) ;
- du coefficient de risque spécifique des fonds propres des activités de télédiffusion régulées par rapport au marché ( $\beta$ ) ;
- du taux d'endettement ( $D/(D + FP)$ ), où D représente la dette et FP les fonds propres.

D'autre part, pour les paramètres les plus sensibles aux conditions de marché, l'Autorité réalise des estimations en s'appuyant principalement sur les données les plus récentes. Il s'agit :

- du taux sans risque ( $R_f$ ) ;
- de la prime de dette ( $R_d$ ).

Pour ces paramètres, l'Autorité établit une prévision à partir des meilleures données passées disponibles. Dans la période actuelle caractérisée simultanément par une prime de dette élevée et par un phénomène de « fuite vers la qualité », qui se traduit par des rendements historiquement bas pour les actifs les plus sûrs, il n'apparaît pas pertinent de s'appuyer uniquement sur les données les plus récentes pour apprécier les conditions de marché qui pourraient prévaloir pour les années 2019 et 2020. L'Autorité estime ainsi que les valeurs prévisionnelles du taux sans risque et de la prime de dette peuvent s'établir au regard des conditions de marché sur une période de 10 ans.

---

<sup>4</sup> Voir l'article 212 *bis* du code général des impôts

**Question 1** : Les contributeurs sont invités à se prononcer sur les différents éléments d'appréciation retenus par l'Autorité pour fixer le taux réglementaire de rémunération du capital.

#### **4 Evaluation des paramètres de calcul du coût moyen pondéré du capital pour les années 2019 et 2020**

Pour le calcul du coût moyen pondéré du capital sur la période 2019-2020, l'Autorité doit en particulier anticiper la situation économique qui prévaudra sur les activités de télédiffusion régulées durant cette période.

##### Précision relative à l'organisation de la consultation publique :

Compte tenu de l'incertitude qui caractérise ce type d'exercice tout comme de la dispersion observée dans les caractéristiques financières des opérateurs présents sur les activités de télédiffusion régulées, l'Autorité fait le choix, dans le cadre de la présente consultation publique, de présenter à l'appréciation des acteurs du marché des intervalles de confiance restreints pour les paramètres de calcul intervenant dans le calcul du coût moyen pondéré du capital. Il n'en demeure pas moins que pour évaluer le coût moyen pondéré du capital, une appréciation d'ensemble des paramètres est nécessaire puisque ces derniers sont liés et doivent donc être considérés globalement plutôt que de façon indépendante ; par conséquent, toutes les combinaisons de valeurs de paramètres compris dans les intervalles envisagés ne sont pas nécessairement réalistes.

##### *La prime de marché*

Dans ses précédentes décisions portant sur le taux réglementaire de rémunération du capital, l'Autorité a retenu, pour le calcul du coût moyen pondéré du capital, une valeur de 5 % pour la prime de marché, correspondant à une moyenne de très long terme.

Au regard des données de marché récentes et des observations historiques, l'Autorité propose de retenir, dans la continuité de ses précédentes décisions, une valeur de 5% pour la prime de marché.

##### *Le taux d'endettement et le coefficient de risque spécifique*

Dans sa décision n° 2015-1371, l'Autorité a retenu des valeurs de long terme, de 23 % pour le levier financier et de 0,8 pour le coefficient de risque spécifique des fonds propres ( $\beta$ ).

Ces choix de paramètre correspondaient à un coefficient de risque spécifique de l'actif, indicateur couramment utilisé par les acteurs financiers pour comparer le risque spécifique de différentes activités, égal à 0,62.

Pour les années 2019 et 2020, l'Autorité considère que les valeurs du levier financier et du coefficient de risque spécifique des fonds propres sont comprises respectivement entre 20 % et 30 % et entre 0,7 et 0,9.

##### *Le taux sans risque nominal*

Dans sa décision n° 2015-1371, l'Autorité a fixé la valeur du taux sans risque nominal ( $R_f$ ) à 3,0 % en référence à une moyenne sur 10 ans du Taux de l'Echéance Constante à 10 ans.

Sur la base de cette méthode, l'Autorité considère que le taux sans risque nominal prévisionnel sur la période 2019-2020 est compris entre 1,9 % et 2,0 %.

##### *La prime de dette*

Dans la continuité de sa décision n° 2015-1371, l'Autorité considère 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.

L'Autorité retient pour estimateur de la prime de dette supportée par les opérateurs exerçant une activité fixe régulée la valeur du « spread », par rapport au rendement des obligations de l'Etat français à 10 ans, des obligations émises par des sociétés non financières de notation A et d'une maturité moyenne de 10 ans incluses dans les indices Bloomberg.

Au regard des conditions de marché, l'Arcep estime que la valeur de la prime de dette prévisionnelle pour les années 2019 et 2020 est comprise entre 0,8 % et 1,5 % pour les activités de télédiffusion régulées.

Enfin, dans le cas de la télédiffusion, l'Autorité estime qu'il convient également de tenir compte, dans la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital, des limites tenant au faible nombre de comparables et au faible niveau de comparabilité du périmètre des activités concernées ainsi qu'aux risques spécifiques s'agissant des perspectives du marché et notamment du déclassement inéluctable des activités de télédiffusion. Au regard de ces éléments, il apparaît justifié, pour la fixation du taux de rémunération réglementaire du capital, de moduler le coût moyen pondéré du capital.

## **5 Evaluation du taux de rémunération du capital pour les années 2019 et 2020**

Au regard des objectifs mentionnés aux articles L. 32-1 et D. 311 du CPCE ainsi que des conditions de marché récentes présentées dans les sections précédentes pour la détermination des paramètres du calcul du coût moyen pondéré du capital, l'Autorité estime justifié et proportionné de retenir, pour les activités de télédiffusion régulées, un taux de rémunération du capital en valeur nominale avant impôts [compris entre 7,8 % et 8,9 %] pour les années 2019 et 2020.

La baisse du taux nominal par rapport à celui établi par la décision n° 2015-1371 en date du 5 novembre 2015 s'explique principalement par la baisse des taux d'intérêt.

**Question 2** : Les contributeurs sont invités à se prononcer sur l'intervalle proposé par l'Autorité pour la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités de télédiffusion régulées. Dans sa décision finale, l'Autorité retiendra une valeur exacte pour ce taux.



**Décide :**

**Article 1.** Le taux de rémunération du capital nominal avant impôts utilisé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités de télédiffusion régulées de TDF est de [xx %] pour les années 2019 et 2020.

Pour chaque année, le taux de rémunération du capital réel avant impôts utilisé pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs dans le respect des obligations tarifaires des activités de télédiffusion régulées de TDF est calculé sur la base du taux nominal fixé ci-dessus et de la prévision d'inflation retenue dans la loi de finances.

**Article 2.** La directrice générale de l'Autorité est chargée de l'application de la présente décision. Elle sera publiée au *Journal officiel* de la République française et sur le site de l'Autorité et notifiée à TDF.

Fait à Paris, le xxxx

Le Président

Sébastien SORIANO