

Consultation publique de l'Autorité de Régulation des Communications Electroniques et des Postes relative au taux de rémunération du capital pour les activités régulées des secteurs fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2013 à 2015

Réponse du Groupe France Telecom

30 novembre 2012 – 2 janvier 2013

Contacts :

Marc.lebourges@orange.com

Lien vers la consultation :

http://www.arcep.fr/uploads/tx_gspublication/consult-projdec-taux-remun-nov2012.pdf

Synthèse

Le groupe France Telecom, tout en continuant de souscrire à la méthode du MEDAF utilisée par l'ARCEP pour fixer le taux de rémunération du capital, considère que la détermination d'un taux distinct pour les activités régulées du fixe et du mobile est aujourd'hui une démarche obsolète au regard de l'évolution du secteur des télécommunications.

Le choix d'une période de trois ans pour la fixation d'un taux réglementaire est considéré par le groupe France Télécom comme un facteur de stabilité, donnant une meilleure visibilité aux investisseurs. C'est donc une évolution positive, mais dont la portée pourrait être fortement minorée par des discontinuités importantes lors des révisions triennales, si elle ne va de pair avec la définition d'un horizon de long terme pour les assiettes de calcul.

Dans le cadre d'une fusion du taux des trois activités, le coût objectif du capital supporté par un acteur des télécommunications exerçant en France est de 12.39%.

Argumentaire

1. Convergence fixe mobile

Le groupe France Télécom approuve le choix du Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers comme méthode de calcul du coût du capital des activités régulées, mais ne partage pas la vision de l'ARCEP sur toutes les modalités de son application.

Les paramètres du calcul des coûts moyens pondérés du capital fixe et mobile se sont progressivement rapprochés au fil des années, et lors des derniers exercices ils ne se distinguaient plus que par le rapport dette sur fonds propres et la prime de dette. Or, les facteurs qui justifiaient cette distinction entre activités fixes et mobiles au regard de leurs financements respectifs sont en voie de disparition :

- Les 4 principaux acteurs du marché français opèrent désormais à la fois sur les marchés fixe et mobile. Ils n'ont plus de sources de financement distinctes entre ces deux types d'activité. L'intégration financière et juridique des activités fixes et mobiles est réalisée. Certains opérateurs ont modifié la segmentation de leur communication financière et ne publient plus par lignes de produits ni l'EBITDA ni le cash-flow, mais seulement le chiffre d'affaires et l'ARPU.
- Les opérateurs proposent avec un succès croissant des offres convergentes fixes et mobiles, plébiscitées par les consommateurs, encouragés en cela par l'évolution technique des terminaux désormais capables de se connecter aussi bien aux réseaux d'accès fixe que mobile.
- Les évolutions des parcs et des volumes fixes et mobiles sont étroitement interdépendantes et ne peuvent se comprendre ni s'anticiper isolément les unes des autres.

- Les infrastructures techniques fixes et mobiles sont de plus en plus intégrées :
 - o Les services mobiles utilisent des accès fixes pour mieux gérer la croissance des usages à travers des solutions telles que le Wifi communautaire et les femto-cells.
 - o La collecte du trafic des antennes des réseaux mobiles repose sur des infrastructures de transmission locale fixes.
 - o Les cœurs de réseau de transport IP fixe et mobile tendent à fusionner.

Il n'est dès lors plus pertinent de distinguer empiriquement les résultats financiers des activités fixes et mobiles. Plus spécifiquement, l'analyse réglementaire n'a plus vocation à distinguer les conditions de financement des infrastructures fixes et mobiles régulées, du fait de leur intégration technique et de l'interdépendance des marchés. Il convient donc de retenir un taux identique pour les activités fixe et mobile.

2. Fixation pour trois ans du taux de rémunération du capital

Le groupe France Télécom est globalement favorable à l'allongement à trois ans de la validité du taux réglementaire de rémunération du capital. Cette décision peut être perçue par les investisseurs comme un facteur de stabilité, un signal contribuant à diminuer le niveau d'incertitude sur le marché.

Cependant, les effets bénéfiques d'un allongement de la visibilité ne doivent pas être compensés par l'anticipation anxieuse d'un risque de variation brutale des niveaux de rémunération lors des révisions triennales. Afin d'éviter cet écueil, il convient de calculer chacune des composantes du taux de rémunération du capital à partir d'une assiette de référence à long ou très long terme. Ainsi, l'évolution des composantes du taux étant lissée, la résultante conservera les qualités de prévisibilité et de pertinence indispensables à un instrument financier essentiel à la prise de décision pour un secteur caractérisé par un fort taux d'investissement et une longue durée de vie des actifs, sans lesquels aucun développement n'est possible.

3. Modalité de calcul et niveau retenu pour les différentes composantes du coût du capital

3.1. Niveau du premium de dette

Le groupe France Télécom s'accorde avec l'ARCEP sur le choix d'une valeur de très long terme pour la prime de dette, qui est de l'ordre de 1%. Néanmoins, si des valeurs distinctes continuaient d'être considérées pour le fixe et le mobile, il conviendrait alors de conserver le niveau de la prime de dette du fixe à 1.4%, afin de traduire le climat d'incertitude croissante pesant sur cette activité.

3.2. Niveau des leviers financiers

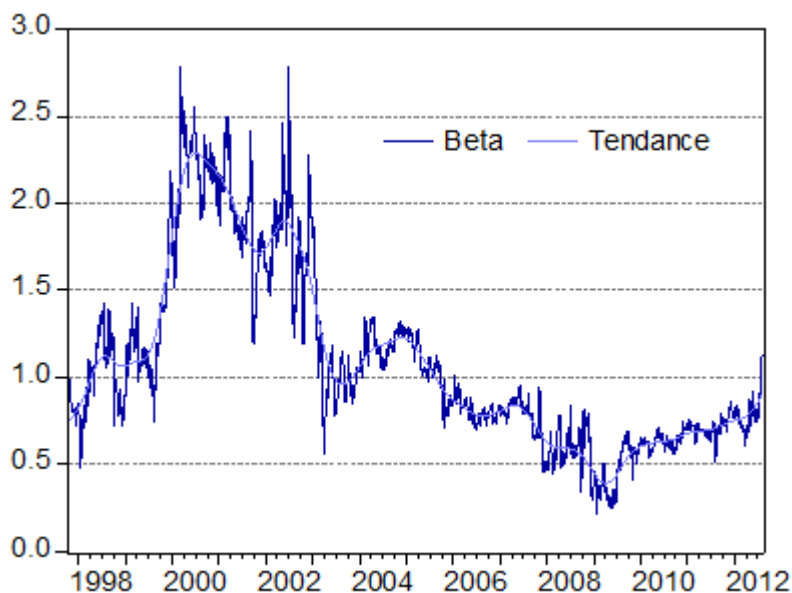
Dans la perspective d'un coût du capital unique pour les trois activités, le levier financier résultant pourrait s'établir aux alentours de 33%.

3.3. Le coefficient de risque spécifique doit revenir au niveau nominal de long terme de 1

Fin 2011, l'Arcep a décidé de prendre en considération des éléments conjoncturels dans la fixation du bêta : une valeur de 0.8 a été retenue, censée refléter le caractère moins risqué du marché des communications électroniques par rapport à l'ensemble de l'économie en temps de crise.

Cette vision des Télécoms comme valeur refuge apparaît maintenant dépassée : l'analyse détaillée de l'évolution du bêta de France Télécom au cours des derniers semestres met en évidence une croissance importante, d'abord avec l'attribution de la 4^{ème} licence mobile, ensuite avec le lancement de Free Mobile et plus récemment avec l'évolution des positions de la Commission Européenne destinées à redonner une certaine attractivité au secteur pour les marchés financiers. La mesure actuelle du bêta de France Télécom est repassée au-dessus de 1.

Le graphique ci-dessous donne la trajectoire du bêta de France Télécom depuis son introduction en bourse :



Il montre que sur la longue période, seule la valeur de 1 fait sens pour traduire de façon claire et robuste la corrélation profonde entre activité économique et activité sectorielle, en édulcorant les aléas conjoncturels (bulle internet, crise de la dette,...).

3.4. Le taux de rentabilité attendu par les actionnaires apparaît sous-évalué de plus de 1 point

Le niveau de la prime de marché des actions (5% quelle que soit l'activité), même dans une perspective de valorisation à très long terme, paraît sous-estimé (d'au moins 1 point), surtout si l'on considère le niveau du taux sans risque auquel elle est associée : ils conduisent implicitement à une rentabilité de marché R_m de 8.7% alors qu'une valeur de long terme de 10% est communément admise par les experts en finance.

L'ARCEP a elle-même identifié le risque d'erreur de sa valorisation (« l'appréciation de certains paramètres sur le court terme et d'autres sur le très long terme est susceptible d'introduire un biais dans le calcul du taux de rémunération du capital »). En retenant une période d'estimation de 10 ans (au lieu d'une année) pour le taux sans risque, elle apporte une réponse partielle à la prise en compte d'horizons temporels différents. Mais cette incohérence subsiste dans la mesure où la prime de marché est évaluée à horizon plus lointain. Il en résulte la sous-évaluation signalée ci-dessus.

3.5. Effets du plafonnement de la déduction des intérêts d'emprunts dans le calcul de l'impôt sur les sociétés

Le projet de loi de finances plafonne à 85% les intérêts d'emprunts pouvant être déduits du calcul des bénéfices assujettis à l'impôt sur les sociétés. Dès lors, pour un niveau de Coût Moyen Pondéré du Calcul après Impôt donné, le maintien du niveau de rémunération nette des capitaux suppose un Coût Moyen Pondéré du calcul avant Impôt plus élevé, afin de compenser l'augmentation du taux réel d'imposition induit par cette nouvelle disposition.

4. Contre-proposition de valorisation du coût du capital

Nous nous plaçons dans le cadre d'une fusion du taux des trois activités.
Le paramétrage retenu pour le calcul est identique à celui de l'ARCEP, sauf pour :

Levier financier = 33%

$(R_m - R_f) = 6\%$ au lieu de 5%

Béta = 1 au lieu de 0.8

$R_d = 1\%$ (estimation établie à partir des 0.7% du fixe et des 1.4% du mobile proposés par l'Autorité)

Le coût de la dette non refinancée (70% de la dette totale) a été estimé à 5.94% à partir des informations fournies par l'ARCEP sur le fixe et le mobile. En pondérant ce taux avec le coût de la dette à émettre (30% de la dette totale, et égal à la somme du taux sans risque et du premium de dette), soit 4.70%, on en déduit un coût total de la dette (5.57%), puis un coût de la dette avant impôt (5.89%), qui prend en compte la limitation à 85% de la déductibilité de l'IS des intérêts d'emprunt.

WACC	Fixe + Mobile refinancement à 10% par an
tx impot	36,10%
Part Dette (= levier financier)	30,0%
part fonds propres	70,0%
taux sans risque (R_f)	3,70%
premium dette (R_d)	1,00%
$C_d = R_f + R_d$	5,57%
part dette déductible de l'IS (p)	85%
$C_d \text{ avant impôt} = c_d / (1 - t^*(1 - p))$	5,89%
béta	1,00
premium marché ($R_m - R_f$)	6,00%
$C_e = R_f + \text{beta} * (R_m - R_f)$	9,70%
$C_e / (1 - t)$	15,18%
CMP	12,39%

On obtient un coût unique du capital de **12.39%**