



## Réponse de SFR à la consultation publique sur le taux de rémunération du capital pour les activités régulées des secteurs fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2013 à 2015

---

SFR remercie l'ARCEP de bien vouloir la consulter sur le projet de décision relative au taux de rémunération des capitaux.

Concernant la durée de la fixation du taux de rémunération, elle était de deux années jusqu'à la dernière décision de l'ARCEP, par laquelle, suite aux demandes de nombreux autres opérateurs dont SFR, cette durée avait été réduite à une seule année. L'ARCEP avait en effet estimé « *souhaitable d'adopter [pour les prochains exercices] un rythme annuel d'actualisation du taux de rémunération* »<sup>1</sup>.

**SFR souhaite le maintien d'un cadre réglementaire stable et demande donc le maintien d'une régulation annuelle du taux de rémunération des capitaux.**

Comme le rappelle l'ARCEP dans son document de consultation, le taux de rémunération du capital est utilisé pour définir la charge en capital entrant en jeu dans la fixation des tarifs de la totalité des produits régulés de France Télécom. Son niveau aura donc un impact non négligeable sur les tarifs du dégroupage de la boucle locale, du bitstream aussi bien pour les résidentiels que pour les entreprises, des services d'interconnexion voix (TDM et IP) ainsi que de tous les services de capacités régulés (liaisons louées, ...). Il est donc nécessaire que son évaluation soit réalisée avec les informations les plus précises et les moins contestables possibles.

L'estimation du taux de rémunération du capital repose sur le modèle du MEDAF lui-même qui s'appuie sur de nombreux paramètres. Ce modèle est un modèle très classique pour la régulation économique des acteurs et SFR ne souhaite pas le remettre en cause ici.

Compte-tenu des choix réglementaires opérés par ailleurs par l'ARCEP<sup>2</sup>, nous nous limitons ici à commenter les choix des paramètres pour la régulation du secteur fixe. Certains des commentaires, notamment sur les biais de régulation liés aux changements de méthodes en cours de route, devraient naturellement être transposés au secteur mobile comme à celui de la radiodiffusion. Cependant, le niveau de risque spécifique de l'activité mobile apparaît très sensiblement supérieur à celui de l'activité fixe, comme en atteste l'estimation que l'on peut faire des  $\beta$  de long terme ou la notation financière des opérateurs mobiles.

**En revanche, pour ce qui est de l'activité fixe, les paramètres tels qu'envisagés conduiraient à surestimer fortement le taux de rémunération du capital qui doit en conséquence être revu à la baisse.**

---

<sup>1</sup> Décision ARCEP n°2011-1466 du 22 décembre 2011, page 6.

<sup>2</sup> Fixation des TA au niveau des coûts incrémentaux « purs », ce qui réduit très fortement l'enjeu réglementaire lié au taux de rémunération des capitaux pour les opérateurs de télécommunications mobiles.



## (1) Le taux sans risque

---

Depuis au moins 2003 le taux sans risque est fixé soit sur la base des taux observés sur des périodes très proches, soit sur la base de taux prévisionnels sur les années couvertes par les différentes décisions<sup>3</sup>.

La synthèse de l'ARCEP des réponses à la consultation publique portant sur la détermination du taux de rémunération du capital pour les années 2008 et 2009 confirme que France Télécom elle-même ne contestait pas la méthode d'estimation utilisée par l'ARCEP concernant la valeur du taux sans risque, correspondant à l'époque à une moyenne sur les 6 derniers mois et à la dernière valeur disponible à date.

Dans le projet soumis à consultation, l'ARCEP proposerait désormais de prendre en compte une moyenne sur 10 ans du taux des OAT<sup>4</sup>. Ce choix semble être la source principale de la hausse proposée du taux de rémunération du capital des activités régulées de France Télécom de 8,9% à 9,5%.

On ne peut que s'étonner de ce changement brutal de période de référence dont on démontrera par la suite qu'il est inapproprié. Il s'agirait encore une fois d'un changement « en cours de route » de la méthode suivie par l'ARCEP qui contreviendrait à la nécessaire stabilité du cadre réglementaire.

### **Le recours à une approche « de long terme » doit être prospective, et ne peut donc s'appuyer sur une moyenne des taux passés**

En principe, si une approche de long terme devait être retenue, elle devrait l'être sur une base *prospective*<sup>5</sup> (par exemple : la moyenne des taux 10 ans attendue sur les  $n$  années à venir) et non sur une base historique *passée*.

---

<sup>3</sup> Ainsi, dans sa Décision n°03-1094 du 7 octobre 2003, l'ART prenait en compte un taux **instantané** (au 30 juin 2003), dans sa Décision n°05-0988 du 8 novembre 2005, l'ARCEP prenait en compte un taux **prévu pour les deux années de régulation**, dans sa Décision n°2008-0162, l'ARCEP prenait en compte un taux correspondant à la **dernière valeur de la moyenne mobile sur six mois**, dans sa Décision n°10-0001 du 21 janvier 2010, l'ARCEP prenait en compte un taux de 4,0% dont elle notait qu'elle était supérieure à la valeur **la plus récente** (du 20 novembre 2009) parce que pour des raisons conjoncturelles elle ne paraissait pas pouvoir être retenue pour **les deux années de régulation**, dans sa Décision n°11-1466, l'ARCEP laissait entendre (au point 3.3) qu'elle se basait sur une moyenne sur un an et relevait que, de façon fortuite, elle correspondait à la valeur la plus récente (au 15 décembre 2011).

<sup>4</sup> A supposer, *quod non*, que la période de 10 années apparaisse la plus appropriée. La méthode proposée par l'ARCEP est calée sur les taux historiquement observés sur les dix dernières années alors que, dans cette logique que nous ne partageons pas, il conviendrait (en simplifiant un peu le raisonnement) de prendre en compte la moyenne sur les 7 années passées et la moyenne prévue sur les 3 années futures. La méthode prospective, si elle devait être adoptée, s'appuierait quant à elle sur la moyenne prévue sur les 10 années futures.

<sup>5</sup> Dans sa décision n°05-0834, l'Arcep a d'ailleurs motivé son choix –que nous contestons par ailleurs– de la méthode du coût courant économique par le fait qu'elle était prospective. Par cohérence, il est donc nécessaire



Or, la moyenne anticipée des taux futurs n'a aucune raison d'être égale à la moyenne des taux passés observés.

En conséquence, quand bien même une approche de long terme serait retenue, la méthode proposée semble inappropriée.

### **L'approche envisagée n'apporterait qu'un gain très faible sur la variabilité du CMPC**

L'ARCEP justifie son approche du fait que la prime de marché serait elle-même estimée sur la même période, ce qui n'est nullement prouvé<sup>6</sup>, et que les deux paramètres seraient corrélés.

**Cependant, le fait que les deux variables soient corrélées n'implique, contrairement à ce que laisse entendre l'ARCEP, aucun biais sur leur somme.** La théorie statistique établit en particulier que, *en moyenne sur longue période*, les taux seront égaux dans les quatre configurations possibles :

- Taux sans risque « instantané » et prime de risque de long terme ;
- Taux sans risque de long terme et prime de risque de long terme ;
- Taux sans risque « instantané » et prime de risque « instantanée » ;
- Taux sans risque de long terme et prime de risque « instantanée ».

Si ces méthodes sont donc strictement équivalentes en moyenne, elles ne sont il est vrai pas équivalentes en terme de volatilité. Toutefois, la volatilité de la prime de risque étant nettement plus importante que la volatilité des taux sans risques, **le gain, en terme de volatilité, à retenir des taux sans risque de long terme est négligeable, de l'ordre de 10%,<sup>7</sup>** par rapport au gain permis en prenant en compte une prime de risque de long terme.

### **Le changement de méthode « en cours de route » introduirait un biais réglementaire**

En revanche, si les deux méthodes (actuelle et envisagée) ne sont comme on l'a vu pas *biaisées dès lors qu'elles seraient appliquées de manière constante*, le changement de méthode « en cours de route » introduirait nécessairement un biais à la hausse sur le taux de rémunération du capital.

Ce changement de durée aurait pour effet de faire bénéficier France Télécom une seconde fois des taux qui avaient déjà été pris en compte dans leur intégralité au titre des années précédentes.

---

de prendre en compte un taux prospectif et non un taux moyen historique. C'est par ailleurs à tort que l'ARCEP considère que la prise en compte d'un taux prospectif aboutirait nécessairement à des résultats volatils.

<sup>6</sup> La prime de marché ayant été fixée de manière constante à 5,00% depuis au moins 2003 (c'est-à-dire depuis 10 ans), on peut très fortement douter qu'une approche en moyenne sur 10 ans ait abouti à une si miraculeuse constance.

<sup>7</sup> Sur la base des données historique, l'écart-type des taux dans une approche « tout instantané » serait de 1,75%, avec une méthode « tout long terme », elle serait de 0,30%. Selon l'approche *actuelle* de l'ARCEP, elle serait de 0,46%. Le gain relatif à opter pour une approche « tout long terme » est donc de l'ordre de 10% (soit 0,16/1,45).



La méthode envisagée conduirait en conséquence à un taux plus élevé que le maintien de la méthode actuelle.

Pour s'assurer que le changement de méthode « en cours de route » n'introduirait aucun biais, il faudrait en principe créer un compte spécifique pour amortir dans le temps les doubles-comptes sur les taux passés.

Quand bien même ceci serait réalisable (ce qui nous semble douteux, car il conviendrait en outre de ré-estimer tous les autres paramètres corrélés aux précédents, y compris les bêtas<sup>8</sup>, les primes de dette etc.), une telle approche ne nous paraît ni raisonnable ni proportionnée au gain qu'on a vu négligeable en terme de volatilité.

Dans le Projet de Loi de Finances pour 2013, le taux prévisionnel retenu pour les OAT 10 ans est de 2,9%<sup>9</sup>.

<b>Le taux sans risque doit donc être fixé à 2,9%.</b>
--

## **(2) La prime de risque du marché ( $R_m - R_f$ )**

---

Comme les années précédentes, l'ARCEP envisage de fixer le niveau de la prime de risque du marché à 5%. Par ailleurs, la Commission de Régulation de l'Energie retient quant à elle une prime de marché de 4,5%.

Ces deux valeurs n'ont aucune raison d'être différentes puisqu'elles portent sur des données non spécifiques aux secteurs.

<b>Un taux intermédiaire de 4,75% nous paraîtrait donc plus approprié.</b>
--

## **(3) Le risque spécifique d'investissement ( $\beta$ )**

---

A l'occasion de nos précédentes contributions, nous avons indiqué que le  $\beta$  de 0,8 nous paraissait trop élevé.

---

<sup>8</sup> France Telecom soulignait ainsi, dans sa contribution de décembre 2009, que les bêtas seraient négativement corrélés à la prime de marché.

<sup>9</sup> [http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/farandole/2013/pap/pdf/PAP2013\\_BG\\_Engagements\\_financiers\\_etat.pdf](http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/farandole/2013/pap/pdf/PAP2013_BG_Engagements_financiers_etat.pdf), page 33.



Pour ce qui concerne notamment l'accès à la boucle locale fixe, cette activité est d'évidence très peu sensible à l'activité économique générale (les clients ne choisissant pas de résilier leurs abonnements fixes ou ADSL en cas de mauvaise conjoncture économique) et son  $\beta$  est donc faible voire nul.

Ceci est confirmé par l'analyse des données des comptes trimestriels de l'Insee<sup>10</sup> et des données sur les nombres de lignes fixes publiées par l'ARCEP qui permet d'estimer le  $\beta$  de long terme par la corrélation entre le PIB et le nombre de lignes fixes<sup>11</sup>. Selon cette approche le  $\beta$  (actifs) des activités fixes d'accès à la boucle locale cuivre de France Telecom est négatif et égal à -0,17<sup>12</sup>.

D'après Reuters, le  $\beta$  actuel de France Télécom est de 0,38<sup>13</sup>.

**En conséquence, le  $\beta$  ne peut raisonnablement être fixé à une valeur supérieure à 0,40 pour les activités fixes de France Télécom.**

#### **(4) La prime de risque associée à la dette (Rd)**

Comme l'année précédente, l'ARCEP envisage de retenir une prime de dette associée à une société non financière de notation BBB. Cela ne nous semble pas en cohérence avec la notation réelle de France Télécom telle qu'indiquée dans son rapport financier du 1<sup>er</sup> semestre 2012.

La prime de risque correspondant à la partie en monopole historique de France Télécom est par nature plus faible que celle de France Télécom Orange dans son ensemble.

#### **8.4 Notation de France Télécom-Orange**

Au 30 juin 2012, la notation de France Télécom-Orange est la suivante :

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
Sur la dette à long terme	A-	A3	A-
Perspective	Négative	Stable	Négative
Sur la dette à court terme	A2	P2	F2

Or, s'agissant de la régulation d'un opérateur dont l'essentiel de l'activité régulée concerne l'accès à la boucle locale issue d'un monopole historique, il nous semble nécessaire de prendre en compte les coûts d'un opérateur ayant ces mêmes caractéristiques.

<sup>10</sup> <http://www.bdm.insee.fr/bdm2/affichageSeries.action?idbank=001615899&codeGroupe=1310>.

<sup>11</sup> Ou plus exactement, pour une analyse homogène à celle des  $\beta$ , la covariance des différences premières des logarithmes du PIB et du nombre de lignes divisée par la variance [des différences premières du logarithme] du PIB. Période retenue T2 2000 à T2 2012 (soit la plus longue période possible).

<sup>12</sup> A l'inverse, le même calcul portant sur les lignes mobiles aboutit à un  $\beta$  de 0,83 pour ce qui est des activités mobiles.

<sup>13</sup> <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=FTE.PA>, consulté le 2 janvier 2013.



Ceci est d'autant plus important que le risque de dette résulte essentiellement de la crédibilité de la régulation. En conséquence, fixer une prime de risque réglementaire supérieure à celle que les marchés déduisent de leur appréciation de la régulation créerait un effet d'aubaine en faveur de France Télécom, au détriment des opérateurs alternatifs et des consommateurs finaux.

Pour les entreprises cotées A, la prime de dette retenue par Markit/Iboxx est de 1%.

**En conséquence, la prime de dette doit être fixée à 1,0%.**

#### **(5) Le levier financier**

---

Le levier financier de France Télécom est de 48%.

**En conséquence, le levier financier doit être fixé à 48,0%.**

#### **(6) Impact de la fiscalité sur le taux de rémunération du capital**

---

L'ARCEP rappelle que le coût du capital est un coût calculé avant impôts. Elle indique aussi que le taux d'imposition retenu est de 36.1% en 2013 et 34.43% en 2014 et 2015. Elle rappelle enfin que selon les derniers éléments de la loi de finances les intérêts d'emprunt ne resteront déductibles de l'IS qu'à hauteur de 85% en 2013 et 75% en 2014 et 2015.

Or la modification de l'assiette de déductibilité des emprunts résulte d'une disposition qui visait, selon le Gouvernement et le Législateur<sup>14</sup>, « à limiter la déductibilité des charges financières pour les grandes entreprises » et *in fine*, à réduire « l'écart de taux implicite d'imposition entre les grandes et les petites entreprises ».

En permettant à France Télécom de récupérer, via une décision réglementaire, la modification fiscale prévue par la Loi, l'ARCEP irait à l'encontre de la volonté clairement exprimée du Législateur. Cette situation serait d'autant plus anormale qu'elle frapperait notamment les petits opérateurs achetant ces prestations à France Télécom et, *in fine*, l'ensemble des petites entreprises achetant directement ou indirectement à France Télécom.

Cela reviendrait également à répercuter dans les tarifs de gros une pression fiscale accrue rendant France Télécom totalement insensible aux mesures fiscales.

---

<sup>14</sup> <http://www.economie.gouv.fr/files/projet-loi-finances-2013-plf-dispositions-fiscales.pdf>

Plusieurs modalités techniques de calcul du taux avant impôts sont possibles mais seule une modalité permettant d'assurer que cette modification fiscale pèsera intégralement sur France Télécom, sans dissipation au détriment des autres entreprises, notamment petites, est compatible avec la volonté du Législateur.

## (7) Taux de la dette

Confirmant un changement de méthode initié il y a un an, l'ARCEP semble vouloir prendre en compte un taux moyen de la dette sur période de 10 ans (soit une durée moyenne de 5 ans).

Or, lors des décisions précédentes (n°03-1094, 05-0988, 08-0162, 10-0001), l'ARCEP avait au contraire retenu soit un taux instantané, soit un taux prévisionnels sur le cycle de régulation à venir.

A l'instar de la discussion sur le taux sans risques, le choix retenu par le régulateur en matière de taux de la dette n'introduit en principe aucun biais en faveur ou en défaveur de l'opérateur régulé *dès lors que ce choix est maintenu de manière constante par le régulateur.*

En revanche, **le changement de référence « en cours de route » introduit un biais** en ce sens que l'opérateur régulé a déjà bénéficié à plein des taux élevés antérieurs et viendrait, du fait d'un changement réglementaire, bénéficier « à nouveau » de ces taux élevés sur la période à venir.

Ce biais devrait donc être corrigé ce qui, pour les mêmes motifs que ceux exposés dans notre discussion sur le taux sans risque, introduirait une complexité inutile.

De plus, dans une approche prospective, cohérente avec celle retenue dans la décision n°05-0834 de l'ARCEP, seule la dette marginale doit être prise en compte car c'est elle qui fixe le coût des investissements futurs.

A cet égard, notons que l'Ofcom utilise une dette prévisionnelle pour réguler les activités de British Telecom. Suite à un recours de BT, la Competition Commission a confirmé la décision de l'Ofcom sur ce point<sup>15</sup> en mettant notamment en avant que le coût prévisionnel de la dette avait été retenu lors des précédents cycles de régulation (point 2.110 et suivants) et en écartant tous les arguments que développait British Telecom pour justifier économiquement la prise en compte d'un taux moyen passé de la dette (quand bien même il s'agirait d'un taux moyen passé efficace de la dette).

En conséquence, le taux de la dette à retenir doit être fixé au regard des conditions prévisionnelles sur la période de régulation. Le taux sans risque prévu est de 2,9% et la prime de dette est de 1,0%.

**Le taux de la dette doit donc être fixé à 3,9%.**

<sup>15</sup> [http://www.competition-commission.org.uk/assets/competitioncommission/docs/appeals/british-telecommunications-plc-appeal/wba\\_determination.pdf](http://www.competition-commission.org.uk/assets/competitioncommission/docs/appeals/british-telecommunications-plc-appeal/wba_determination.pdf)