

Taux de rémunération du capital des activités régulées d'Orange pour 2013 - 2015

02/01/2012

Nous remercions l'ARCEP de cette consultation sur le taux de rémunération du capital, qui est de la plus haute importance et a attiré toute notre attention. Si le taux de rémunération du capital est aussi important pour le secteur des Communications Electroniques, c'est parce que nos activités sont extrêmement consommatrices d'investissements et que le taux de rémunération du capital est un des outils de régulation dont dispose l'ARCEP pour motiver les acteurs à investir.

Depuis plus de 10 ans, la ligne de conduite de l'ARCEP pour créer un secteur concurrentiel au bénéfice du consommateur est de mettre en place une échelle progressive d'investissement dans les infrastructures. Ainsi les nouveaux opérateurs alternatifs commencent par louer à l'usage une grande partie des moyens d'Orange et investissent progressivement, puis les opérateurs louent de moins en moins les infrastructures d'Orange et fournissent leurs services sur leurs équipements et infrastructures.

De fait, les opérateurs ont intérêt à prendre le risque de l'investissement seulement si c'est plus rentable que de louer à Orange.

La rentabilité de l'investissement se regarde en tenant compte du facteur risque de cet investissement. Et le risque est estimé par les financiers et les marchés comme plus important si l'investissement est très consommateur de ressources financières et que sa rentabilité est sur une très longue durée (20 ans et plus).

Les conditions de marché de ces 10 dernières années ont permis aux opérateurs d'investir dans des équipements de réseaux (commutateurs, routeurs...) et d'investir dans des infrastructures de collecte de point de concentration (PRO, CAA, NRA...), mais elles ne sont pas suffisamment favorables à la poursuite des investissements dans les infrastructures de boucle locale (des acteurs renoncent ou ralentissent fortement leurs déploiements dans la boucle locale optique).

Et pourtant, le moment est critique dans l'histoire des télécoms, puisque pour la première fois depuis plus de 100 ans, il est possible et nécessaire de remplacer « **la boucle locale cuivre** » propriété exclusive d'Orange par une « **boucle locale fibre** » propriété de tous les opérateurs.

D'après les analyses de l'ARCEP et des régulateurs européens, la concurrence dans les télécoms par les infrastructures ne sera effective qu'une fois que les opérateurs disposeront tous d'une importante boucle locale qui donnera une relation équilibrée entre les acteurs (sans pour autant avoir plusieurs boucles locales en parallèle les unes les autres).

L'ARCEP doit donc changer les conditions de marché pour favoriser les conditions d'un investissement massif des opérateurs dans la nouvelle boucle locale fibre. Une hausse du taux de rémunération du capital est un des moyens de le faire (1).

(1) : Le tarif de dégroupage de la boucle locale en cuivre et la transition vers la fibre. IDATE Consulting & Research

Des économistes, comme « Waverman et al », ont démontré que la hausse du taux de rémunération du capital est un moteur de l'investissement des opérateurs dans la boucle locale optique. C'est un accélérateur du principe du make or buy. En effet, une hausse du taux de rémunération du capital va augmenter les coûts du dégroupage, ce qui va améliorer la rentabilité des investissements dans la boucle locale optique et donc motiver les opérateurs à mobiliser leurs ressources financières dans des investissements télécoms à risque.

Inversement la baisse des coûts du dégroupage favorise :

- l'utilisation de l'infrastructure du réseau téléphonique d'Orange au détriment de l'investissement dans un réseau en fibre optique;
- le développement massif de services « over the top » sans aucune limite et à faible contribution pour l'économie française.

En conséquence, l'intérêt général de la France pour l'aménagement de ses territoires, garantir la concurrence par les infrastructures et améliorer sa compétitivité internationale est de progressivement remonter le taux de rémunération du capital sur les trois prochaines années des activités régulées d'Orange.

En complément de notre analyse conjoncturelle et du rappel de l'intérêt général, la discussion sur les valeurs de calcul du taux de rémunération du capital confirme une hausse du taux de rémunération du capital :

Sur le fait de fixer le taux de rémunération du capital pour 3 ans :

- ***Le secteur des télécommunications change très rapidement***, et le rythme s'accélère encore plus ces deux dernières années. Il est donc essentiel pour le régulateur de pouvoir s'adapter à ces changements dans le même rythme. Le modèle économique des investissements dans les télécoms change. On n'est pas en phase de maintenance d'une infrastructure cuivre qui va durer, mais d'un réinvestissement massif de l'industrie dans les réseaux (5 nouveaux réseaux mobiles, et des réseaux fixes en cours de construction par Orange, Numericable et les collectivités locales).
- ***Le taux de rémunération du capital doit évoluer durant les 3 prochaines années***, on ne peut pas imaginer un taux de rémunération du capital constant sur les trois prochaines années.
- ***Pour donner de la prévisibilité*** : Le souci de l'ARCEP de donner de la prévisibilité aux opérateurs sur l'évolution des tarifs est une bonne chose, qui n'impose pas de fixer un taux constant pendant 3 ans. Il est possible de fixer les règles d'un price cap qui ainsi donne de la prévisibilité aux opérateurs sans interdire à l'ARCEP dans la limite de ce price cap de fixer un taux de rémunération du capital adapté à l'évolution du marché.

En conclusion, si l'ARCEP refuse de fixer le taux de rémunération du capital uniquement pour l'année 2013, elle ne doit pas non plus fixer un taux unique pour les trois prochaines années. Elle pourrait alors fixer les règles d'un price cap du taux de rémunération du capital pour trois ans.

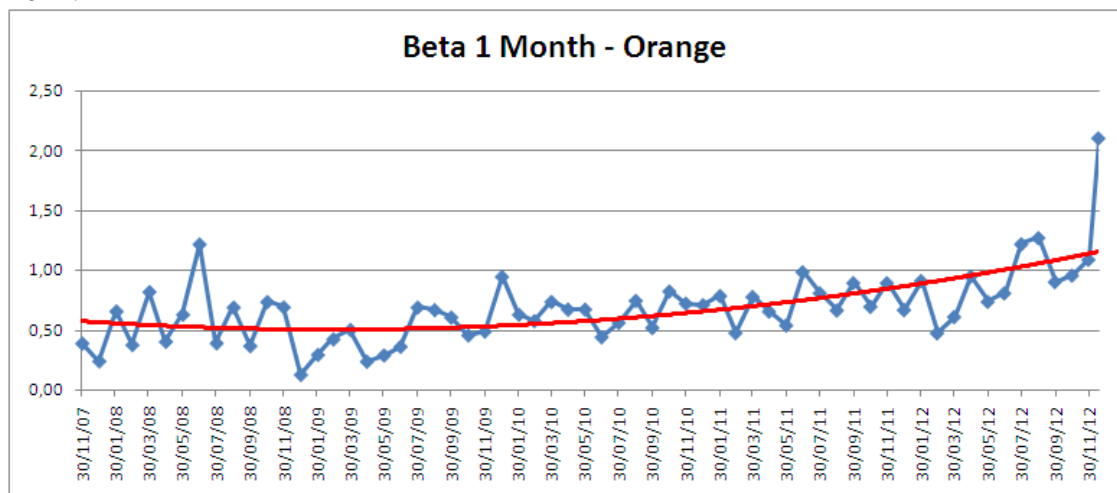
Le Bêta :

- **Evolution du Bêta :** L'ARCEP propose de ne pas changer le Bêta par rapport à l'année dernière, hors le marché a changé et il est démontré (2) qu'un Bêta n'est pas fixe au cours du temps. De plus, un Bêta ne doit pas être fixé en fonction des données du passé, mais sur une projection de l'avenir. Il appartient donc à l'ARCEP de revoir la valeur du Bêta.
- **Le Bêta change en fonction du risque :** Les marchés financiers considèrent que Orange n'est pas une valeur à fort potentiel : le cours de bourse a été divisé par 3 en 5 ans. Il y a une augmentation du risque ce qui signifie une augmentation de la valeur du Bêta.



Source : Boursorama

- **Les marchés augmentent continuellement le Bêta global d'Orange :** L'observation du Bêta d'Orange sur une suite longue, à l'échelle des télécoms, de 5 ans, montre que le Bêta global d'Orange a augmenté continuellement depuis 2007. Le Bêta atteint régulièrement la valeur 1 durant le deuxième semestre 2011 et le premier semestre 2012, puis percute franchement le seuil psychologique de 1 au deuxième semestre 2012.



Source : Natexis

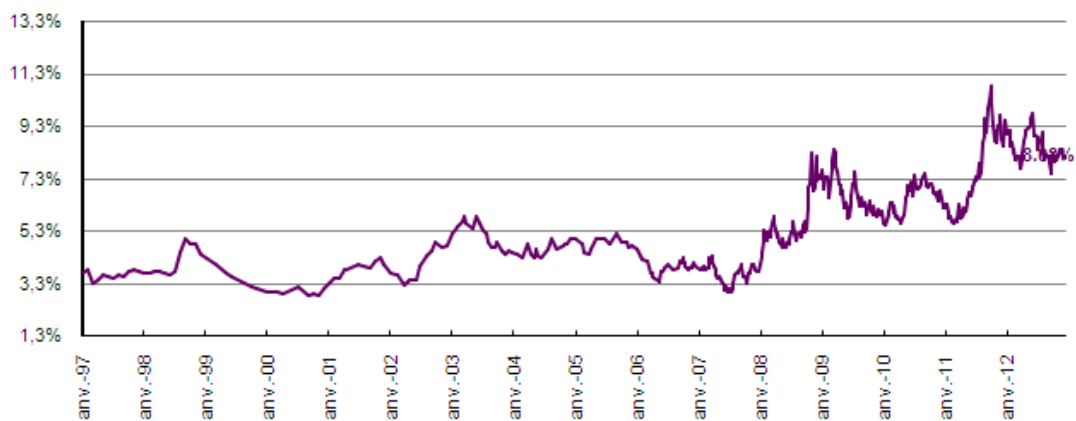
- **Du Bêta global d'Orange au Bêta des activités régulées :** L'estimation du poids relatif des différentes activités régulées d'Orange met le dégroupage en première position très loin devant l'interconnexion voix et les autres activités. C'est la conséquence directe de la réussite de la politique de régulation de l'ARCEP pour amener les opérateurs jusqu'à la porte des investissements dans le dernier kilomètre que représente la boucle locale. En conséquence, le Bêta des activités régulées peut se résumer essentiellement à celui de l'activité de la boucle locale cuivre.
- **Quel est le risque de la boucle locale cuivre :** Comme le cuivre doit être remplacé par la fibre optique, tous les investissements réalisés ces 30 dernières années ou encore prévu d'être réalisés dans les 5 à 10 ans à venir (avant le remplacement du cuivre par la fibre optique), doivent être rentabilisés sur une période d'amortissement plus court que 30 ans. En conséquence, le risque de ne pas pouvoir rentabiliser ces investissements sur le cuivre dans le passé et à venir augmente très fortement. Le Bêta d'un actif en fin d'utilisation est plus important que celui d'une activité ayant de l'avenir car le risque est plus fort de ne pas avoir de retour sur investissement (1).
- **Le risque des investissements dans la boucle locale cuivre augmente** d'autant plus que ces investissements se périment et que leurs coûts augmentent. Les investissements dans le cuivre sont d'autant plus caducs que les déploiements de la fibre optique sont rapides. Rappelons que d'ici 5 ans, 20 millions de foyers bénéficieront des avantages de la fibre optique en France.

En conséquence, le Bêta retenu par l'ARCEP pour les activités régulées d'Orange doit être supérieur à 1, nous l'estimons à une valeur de 1,2 pour 2013 et plus encore les années suivantes.

La prime de marché :

- **Le risque est mieux rémunéré :** L'observation de la prime de risque (valeurs communiquées par une grande banque européenne et d'investissement) sur 15 ans montre que depuis plusieurs années et encore plus depuis 2008, les marchés demandent une rémunération bien plus importante aux investissements sur des activités qui ne sont pas sans risque. Ainsi avant 2008 une rentabilité de 5% était intéressante, depuis 2008, la rentabilité moyenne est proche de 7%.

Historique de la prime de risque

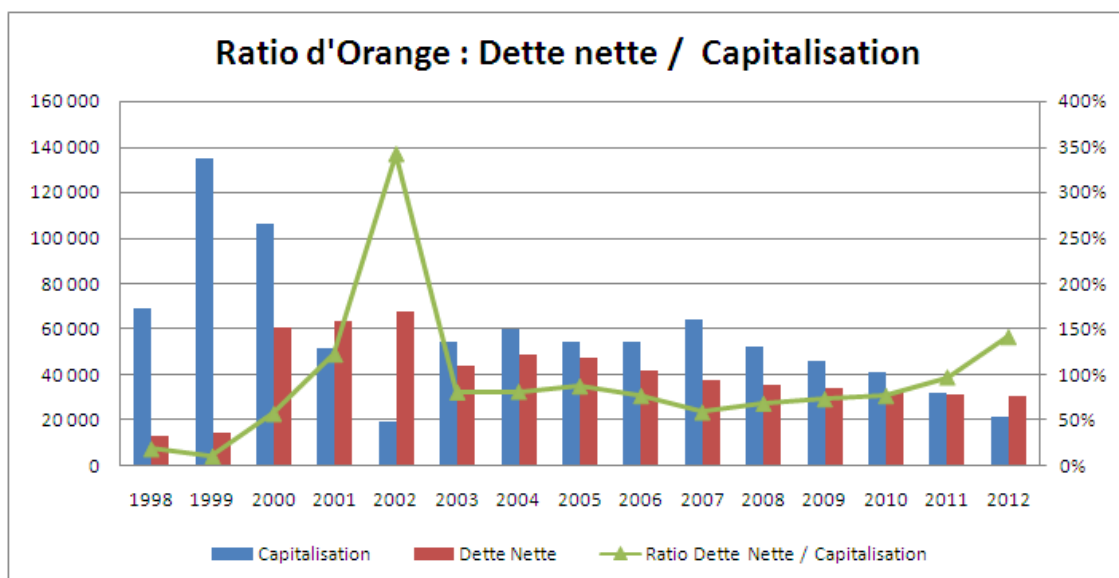


Source : Natexis

Aussi, il convient à l'ARCEP au risque d'être dé-positionné de revoir sa prime de marché au dessus de 5% et plus raisonnablement à 8% ce qui est raisonnable voir faible au regard la moyenne de cette prime sur l'année 2012 qui est de 8,44%.

Levier financier :

- **Capacité à obtenir un prêt :** Une entreprise est notamment en mesure de lever de l'argent si son ratio dette sur capitalisation boursière correspond à des niveaux attendus par les marchés. L'observation de la capitalisation d'Orange et de sa dette de 1998 à aujourd'hui montre que la situation d'Orange s'est dégradée ces dernières années, malgré un remboursement progressif de sa dette. Orange n'est donc pas dans la même situation que les années précédentes et l'ARCEP doit en tenir compte.



Source : Natexis

- **Le niveau de levier financier :** La valeur d'endettement de 40% prévue dans la décision peut s'entendre pour des investissements qui ont un avenir et un risque limités. Cependant, on a vu que la boucle locale cuivre ne présente pas un aussi grand avenir qu'avant puisqu'elle est progressivement remplacée par la boucle locale optique. Le niveau de levier financier ne peut donc pas être le même que par le passé et doit être revu à la baisse.

En conséquence, le niveau de levier financier doit être ramené d'une valeur de 40% à une valeur plus proche des 30% et pour les années à venir ce ratio pourra encore baisser.