



Le 24 Décembre 2009

**RÉPONSE DE TDF A LA CONSULTATION PUBLIQUE  
DE L'ARCEP  
SUR LE TAUX DE RÉMUNÉRATION DU CAPITAL DES  
ACTIVITÉS RÉGULÉES DU SECTEUR FIXE, DU  
SECTEUR MOBILE ET DU SECTEUR DE LA  
TÉLÉDIFFUSION**

TDF souhaite apporter quelques éclairages et observations en réponse à la consultation publique de l'Autorité sur la détermination des taux de rémunération du capital réglementaires pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion. TDF se tient à la disposition de l'Autorité pour approfondir la discussion, afin de parvenir à la détermination de paramètres pertinents permettant le calcul de ces taux.

Les commentaires de TDF se focaliseront sur les paramètres spécifiques au secteur de la télédiffusion. Ils s'appuient sur une étude du cabinet Associés en Finance, à qui TDF a demandé d'estimer le coût moyen pondéré du capital avant impôts pour le secteur de la télédiffusion.

#### **A. Effets liés aux perturbations actuelles des marchés financiers dans une approche normative pour les activités régulées**

L'ARCEP indique souhaiter retenir une approche « équilibrée », ce qui sur le principe a un sens dans un contexte de régulation économique.

Cependant, cette approche dite « équilibrée » ne peut ignorer l'impact de la crise économique et financière sur le coût des capitaux pour les entreprises, impact très probablement durable. De fait, les primes de risque de marché et les primes de dettes devraient être durablement supérieures aux moyennes antérieures, surtout en comparaison par rapport aux valeurs constatées fin 2007, lors de la précédente consultation.

De manière générale, quelle que soit la conclusion que l'on peut tirer de l'effet durable des perturbations sur les marchés financiers, il convient de prendre en compte des calculs qui soient menés sur des périodes identiques pour l'ensemble des paramètres pris en compte. Si l'Arcep ne souhaite pas retenir une vision instantanée, mais plutôt « une approche de long terme », elle ne peut néanmoins mêler des données issues d'une vision dite « actuelle » (c'est-à-dire constatée depuis la crise financière), et des données issues d'une vision moyenne de long terme. C'est pourtant ce qui semble être fait dans la consultation publique de l'Autorité portant sur la détermination des paramètres à retenir en vue de l'établissement des taux de rémunération du capital réglementaire pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion : ceci pose des problèmes de cohérence.

Afin de disposer de tous les éléments d'appréciation, le cabinet Associés en Finance a calculé le coût moyen pondéré du capital tant en observation instantanée à la mi-novembre 2009, en moyenne sur deux ans, horizon d'application du taux de rémunération, qu'en moyenne sur cinq ans, durée représentative d'un cycle boursier. Il a également comparé les taux obtenus à iso méthodologie de calcul et iso durée d'observation entre fin 2007 et fin 2009.

Les calculs menés font apparaître dans tous les cas un renchérissement entre fin 2007 et fin 2009 du coût moyen des capitaux avant impôt, contrairement au résultat présenté dans sa consultation par l'ARCEP. Ce renchérissement ressort quelle que soit la méthode de calcul et quelle que soit la période de référence utilisées.

## **B. Taux sans risque**

L'Arcep retient comme taux sans risque 4%, sans préciser la période d'observation retenue. Ce taux semble cohérent avec une tendance sur deux ans.

## **C. Prime de marché**

Fin 2007, un consensus se dégagait sur la prise en compte d'une prime de marché égale à 5%, tant par rapport à des données historiques, des données prospectives ou des données utilisées par l'Administration Fiscale. Ce taux de 5% correspondait également au niveau constaté en prospectif sur les marchés actions au 4ème trimestre 2007.

Depuis lors, les mouvements constatés sur les marchés financiers et les marchés bancaires, remettent largement en question ce niveau.

Le cabinet Associés en Finance a calculé la prime de marché à mi-novembre 2009, en moyenne sur deux ans et sur cinq ans. A mi-novembre, elle s'établit à 6,8 %. En moyenne sur deux ans, la prime de risque de marché s'établit à 7,2% et la moyenne sur cinq ans à 5,6% (cf rapport ci-joint).

De manière générale, l'accès au capital s'est renchéri par rapport à fin 2007. Ainsi, quelle que soit la période d'observation retenue (vision instantanée<sup>1</sup>, sur deux ans<sup>2</sup> ou sur 5 ans<sup>3</sup>), la prime de risque de marché augmente par rapport à ce qu'elle était fin 2007<sup>4</sup>.

L'Arcep ne prend pas en compte cette évolution alors qu'à contrario, elle n'ignore pas l'évolution du taux sans risque entre fin 2007 et fin 2009. Une telle démarche n'est pas cohérente.

**TDF demande à l'Autorité de reconsidérer la prime de marché retenue, qui doit tenir du renchérissement de l'accès au capital et doit être en tout état de cause d'au moins 5,6%<sup>5</sup>.**

---

<sup>1</sup> Egale à 5 % en vision instantanée fin 2007

<sup>2</sup> Egale à 4,8 % sur une période d'observation de deux ans entre 2005 et 2007

<sup>3</sup> Egale à 5% sur une période d'observation de cinq ans entre 2002 et 2007

<sup>4</sup> Cf. rapport Associés en Finance

<sup>5</sup> Prime de marché calculée sur une période d'observation de 5 ans

## **D. Détermination du beta**

Le cabinet Associés en Finance a mené une analyse financière des comparables de TDF et a situé le niveau de risque de l'activité prévisionnelle de TDF par rapport aux comparables étudiés.

Plusieurs facteurs militent rationnellement pour un risque économique plus élevé sur l'activité de TDF par rapport aux comparables.

### **1. Une réduction structurelle du CA inhérente aux activités de TDF, avant même prise en compte de la montée de la pression concurrentielle**

Au 31 mars 2009, le chiffre d'affaires de TDF SAS se répartissait comme suit :

- TV analogique	39.4%
- TNT	10.9%
- Radio	19.2%
- Télécoms et autres	30.5%

TDF va devoir faire face dans les deux prochaines années à un tarissement structurel de son activité, puisque la part de son CA liée à la télévision analogique va disparaître (quasiment 40%), le calendrier prévisionnel d'extinction du signal analogique s'étageant entre novembre 2009 et novembre 2011.

Cette disparition entraînera une importante transformation de l'activité de TDF. L'activité TNT ne compensera pas la perte de charge relative à la TV analogique pour TDF. En effet, les pouvoirs publics ont acté le fait que le réseau numérique TNT sera moins étendu que le réseau analogique (1 626 sites au lieu de 3 600) ; par ailleurs il existe désormais une concurrence vive sur ce secteur.

### **2. Une montée en puissance des concurrents directs**

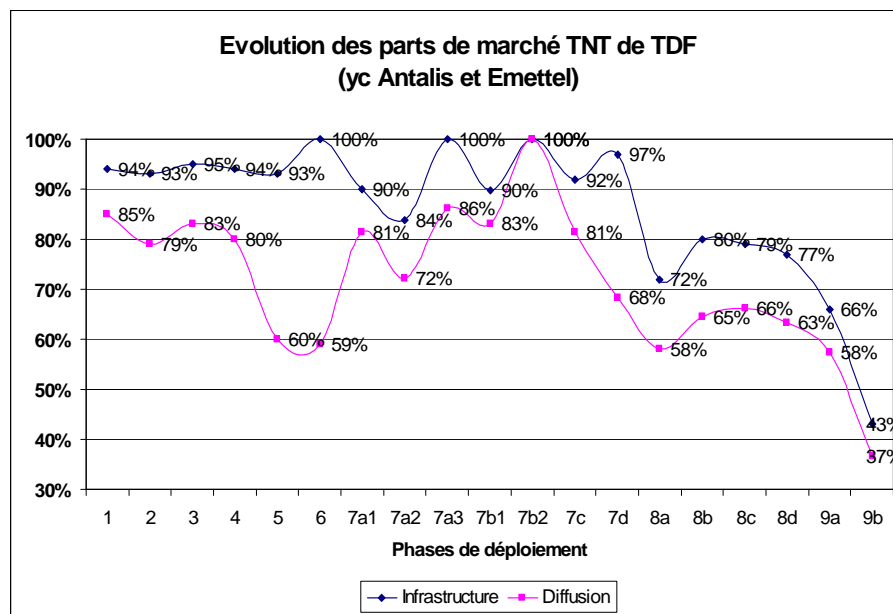
Le secteur de la diffusion audiovisuelle s'est progressivement ouvert à la concurrence, d'abord sur la diffusion des chaînes privées de TV analogique (septembre 1986) et la diffusion des chaînes publiques de TV analogique (juillet 2003), et surtout sur la diffusion de la TNT depuis son lancement en mars 2005.

Le marché de la diffusion TNT en France<sup>6</sup> est le plus concurrentiel d'Europe, avec trois opérateurs tiers présents sur un marché de taille réduite (Towercast, Itas Tim, OneCast). Dans ce contexte, les opérateurs de multiplex font jouer la concurrence entre les opérateurs techniques de diffusion, tant sur le marché de la diffusion que sur le marché de l'accueil sur site. Dès lors, les parts de marché que pouvait encore connaître TDF il y a deux ans se sont amenuisées.

---

<sup>6</sup> Cf. Arcep, Tableau de bord de la diffusion TNT, Phases 1 à 7b de déploiement, 27 février 2009

### Parts de marché TDF en diffusion et en infrastructure<sup>7</sup>



### 3. Une montée en puissance des concurrents indirects

Au-delà de la concurrence accrue sur la diffusion de la télévision, TDF se trouve face à une rupture technologique structurelle sur les modes de diffusion de la télévision, et face à une dégradation progressive de l'attrait de la télévision par rapport à d'autres médias. Sur ces deux points, TDF n'a aucun moyen d'action, à la différence des clients de TDF qui peuvent s'adapter à la demande du client final.

Sur le premier point, contrairement à la situation prévalant il y a encore dix ans, la diffusion de la télévision est aujourd'hui très fragmentée, puisqu'elle peut passer par les réseaux hertziens, les réseaux TNT, le câble, le satellite et surtout l'ADSL, via notamment les « box » des différents fournisseurs d'accès à Internet, ou les re-diffusions via le site Internet des chaînes de télévision. En particulier, la frange de population la plus jeune s'éloigne progressivement des modes de diffusion traditionnelle de la télévision, « *core business* » de TDF.

TDF est notamment en concurrence frontale avec les plateformes satellitaires sur le déploiement du réseau complémentaire de la TNT (réseau déployé depuis mars 2008 pour étendre la couverture de la TNT à 95% de la population lors de l'extinction de la diffusion analogique en novembre 2011).

Sur le second point, TDF doit faire face, sans aucun moyen de la contrer, à la dégradation progressive de l'attrait de la télévision par rapport à d'autres médias, au premier chef Internet. Cette évolution de l'usage de la télévision par les Français a deux effets sur TDF :

- L'abandon éventuel par certains diffuseurs de leur diffusion sur les plateformes hertziennes au profit d'une concentration de leur diffusion sur un nombre plus réduit de plateformes par souci d'économies de coût : deux chaînes payantes ont déjà

<sup>7</sup> Source tableau de bord de la diffusion TNT – phases 1 à 9b de déploiement établi par l'ARCEP

renoncé à leur licence hertzienne. Si cette tendance s'accélère, un plafonnement du nombre de multiplexes utilisés n'est pas impossible.

- Une pression sur les prix de la part des diffuseurs.

#### **4. Une montée en puissance des risques induits par les changements technologiques avec des investissements importants dans le cadre du switch over**

Outre la rupture technologique induite par le passage de l'analogique au numérique (*switch off*), le marché de la télédiffusion va connaître des évolutions techniques supplémentaires, tous les réseaux TNT devant être revus (*switch over*).

En effet, la gestion de l'extinction de la TV Analogique décidée par les pouvoirs publics et le Conseil Supérieur de l'Audiovisuel (CSA) s'accompagne de décisions d'évolutions de la planification des réseaux TNT en vue de la faire migrer vers le plan de fréquences dit « tout numérique » et de permettre la libération du « dividende numérique ». Ces décisions tiennent notamment compte du programme d'arrêt de la TV Analogique dans les autres pays européens (pour éviter des brouillages).

Dans ce cadre, les opérateurs techniques de diffusion doivent réaliser des travaux importants sur les réseaux TNT, en application des décisions du CSA et des clients. Ces travaux ne sont connus qu'au fil de l'eau puisque les caractéristiques techniques de diffusion ne peuvent être définies que sur la base des nouveaux choix de planification réalisés par le CSA et que ces caractéristiques techniques sont validées par le CSA<sup>8</sup>. Le CSA définit également le calendrier, zone par zone, dans lequel doivent s'inscrire ces évolutions de réseaux.

Ces caractéristiques techniques ont un impact sur les services fournis par les opérateurs de diffusion et donc sur les contrats conclus sur le marché de la diffusion TNT. Or, elles interviennent alors que les contrats actuels ne sont pas encore arrivés à échéance. D'autre part, certains équipements actuellement utilisés pour assurer la diffusion de la TNT ne le seront plus après le *switch over*, sans que les opérateurs de diffusion n'aient eu le temps de les amortir.

Dans ce contexte de forte incertitude technique, le risque de ne pas recouvrer les coûts induits par ces évolutions de réseaux TNT est non négligeable. Les opérateurs de télédiffusion sont ainsi dans l'obligation de ré-investir significativement sur les réseaux, avec un risque important de ne pas pouvoir rentabiliser ces investissements.

De ce fait, les bêtas d'actif économique résultant de l'analyse des comparables boursiers<sup>9</sup> doivent être considérés comme des niveaux minorants de l'activité de TDF, sujette à nettement plus d'incertitudes que les *Tower Companies* américaines, dont le mix de clientèle est davantage orienté vers la téléphonie, dont la durée des contrats est plus longue<sup>10</sup> et qui ne sont pas confrontés à une rupture comparable à la disparition de la TV analogique. Ces différents éléments impliquent un moindre risque économique sur les comparables que sur TDF.

---

<sup>8</sup> Caractéristiques des antennes diffusant la TNT ; puissance des émetteurs et Puissance Apparente Rayonnée

<sup>9</sup> Cf. rapport d'Associés en Finance

<sup>10</sup> La durée des contrats de TDF est plus courte (cinq ans, pour une durée d'amortissement des investissements en infrastructures de plusieurs dizaines d'années, 40 ans par exemple pour les pylônes) que celle des comparables *Tower Companies* étudiés ci-dessus. La durée des contrats est plus longue notamment aux Etats-Unis (5 à 10 ans renouvelables) et en Australie (10 à 15 ans).

La position de l'ARCEP qui retient un niveau de bêta du capital de 1.00 pour les activités de TDF, soit un bêta *d'actif économique en-deçà de 1*, c'est-à-dire un niveau largement inférieur à celui extériorisé par les *Tower Companies* cotées, ne tient pas compte de l'ensemble des risques affectant l'activité de TDF.

De plus, la position de l'ARCEP, qui laisse inchangé entre 2007 et 2009 le niveau de risque des fonds propres de TDF, semble peu cohérente, alors que la société subit de plein fouet les conséquences de son niveau de risque technologique. Ce risque technologique est aujourd'hui avéré, même s'il n'avait pas été pris en compte dans la précédente décision de l'ARCEP.

Enfin, il convient de souligner que, contrairement à ce que retient l'ARCEP, le risque économique de TDF est supérieur à celui des opérateurs de téléphonie. Ceux-ci peuvent pour leur part adapter leur modèle de développement aux mutations technologiques (offres multiples fixe, mobile, internet, chaînes TV / attrait pour les clients par des produits d'appel comme les *smartphones*, etc.). Les opérateurs de téléphonie sont des distributeurs de technologies et de contenus, utilisant un ensemble de plateformes de distribution. Le risque auquel font face ces opérateurs de téléphonie est un risque commercial (évolution de leur part de marché, résistance aux pressions sur les prix), tandis que TDF, en tant que réseau structuré par une technologie, la diffusion hertzienne, subit un risque technologique majeur, comme indiqué ci-dessus.

Sur la base des analyses financières menées par le cabinet Associés en Finance, le beta pertinent issu de l'analyse des comparable est, selon la période d'observation retenue est le suivant :

	Beta désendetté	Bêta de la dette	<b>Bêta ré-endetté</b>
Au 20 novembre 2009	1.18	0.31	<b>1.44</b>
Sur deux ans	1.12	0.37	<b>1.35</b>
Sur cinq ans	1.15	0.34	<b>1.40</b>

**En conséquence, il n'est pas pertinent de retenir un beta actions inférieur à 1,35 pour le secteur de la télédiffusion. TDF demande à l'Autorité de reconsidérer le beta pour le secteur de la télédiffusion en conséquence.**

## **E. Coût de la dette**

L'Arcep retient une prime de dette de 1,3%, indiquant que cette valeur « *rend compte, dans une certaine mesure, des conditions de financement plus resserrées dans la période actuelles* ».

De fait, l'Arcep n'en tient que très modestement compte puisque quelle que soit la période retenue, et même en prenant en compte des moyennes longues, le niveau de la prime de dette est nettement supérieur au chiffre proposé par l'ARCEP (selon la période d'observation retenue, la prime de dette se situe entre 1,7% et 2,9%<sup>11</sup>).

En effet, il convient de souligner que ces niveaux, même calculés sur des moyennes longues, se sont nettement accrus par rapport aux valeurs de fin 2007. En effet, à fin 2007, le spread des emprunts BBB calculé en moyenne sur cinq ans s'établissait à 1.1%.

---

<sup>11</sup> Cf rapport Associés en Finance

En réalité, compte-tenu de la baisse du taux sans risque, malgré la faible augmentation de la prime de dette, le coût de la dette retenu fin 2009 par l'Arcep est le même que celui retenu fin 2007, ce qui est incohérent par rapport à l'évolution des marchés financiers.

**TDF demande à l'Autorité de mieux prendre en compte dans la détermination de la prime de dette l'évolution des conditions de financement qui se sont significativement resserrées.**

Pour conclure, **en retenant une approche cohérente, avec des paramètres calculés sur une période d'observation identique, le taux de rémunération du capital augmente entre fin 2007 et fin 2009, et ce quelque soit la méthodologie retenue.** Cette augmentation certes varie selon la méthodologie et la période d'observation retenues (cf. analyses menées par le cabinet Associés en Finance), mais la tendance haussière ressort systématiquement.

A titre de benchmark, TDF précise que FICORA, qui a actualisé en 2009 le taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur de la télédiffusion, a pris en compte l'évolution de la situation des marchés financiers, avec notamment un coût de la dette significativement revu à la hausse<sup>12</sup>, ce qui s'est traduit par une augmentation du taux de rémunération du capital retenu par FICORA par rapport à celui défini en 2006.

---

<sup>12</sup> Coût de la dette retenu : entre 6,25 % et 7,25%