



**Consultation publique sur la détermination des  
paramètres en vue de l'établissement des taux de  
rémunération du capital réglementaire pour les  
activités fixe, mobile et de télédiffusion**

**(24 novembre 2009 – 24 décembre 2009)**

**Réponse de France Télécom**

## Synthèse

France Télécom partage le choix de l'Autorité de conserver la méthode d'évaluation du taux de rémunération du capital pour les activités régulées utilisée jusqu'à présent.

France Télécom considère que les conditions économiques et financières actuelles :

- récession mondiale d'une ampleur inconnue depuis 70 ans,
- effondrement du commerce mondial
- fort recul de l'investissement
- taux d'intérêt à court terme historiquement bas
- arrêt brutal de la croissance de la masse monétaire
- primes de risque exceptionnellement élevées perturbant l'appréciation habituelle des risques entre les activités
- faible prévisibilité de l'évolution des indicateurs conjoncturels

ne permettent pas de déterminer les paramètres en vue de l'établissement des taux de rémunération du capital réglementaire pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2010 et 2011 à partir des valeurs actuellement constatées sur les marchés.

Dans un contexte aussi perturbé, il est souhaitable de s'appuyer sur des valeurs de moyen terme pour ces paramètres afin de maximiser les chances qu'ils soient adaptés aux conditions économiques des prochaines années.

Sur cette base, France Télécom s'est attachée à déterminer le plus précisément possible lesdits paramètres. Dans de nombreux cas, ses analyses rejoignent celles de l'Autorité. C'est le cas pour :

- la prime de risque du marché action
- le Bêta
- la structure financière cible

Toutefois, France Télécom considère que le projet de décision soumis à consultation sous-estime le coût de la dette qu'il s'agisse du taux de la dette sans risque ou de la prime de risque de la dette d'un opérateur de télécommunications.

Concernant le coût de la dette sans risque, France Télécom propose de retenir la valeur de moyen terme de 4,3%, le niveau actuel de ce paramètre étant fortement impacté par la crise financière qui conduit à une recherche accrue de sécurité. Le niveau durablement élevé des besoins de financement des Etats rend probable un retour des marchés obligataires à leur niveau de moyen terme au cours de la période d'application de la décision.

Concernant la prime de risque de la dette, l'examen détaillé de l'historique de ce paramètre pour France Télécom montre qu'il est de l'ordre de 2% sur le moyen terme.

L'application de ces paramètres conduit mécaniquement à un taux de rémunération du capital avant impôt de 11% pour les activités fixes régulées et de 12,4% pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des mobiles.

France Télécom approuve l'introduction par l'autorité d'une hypothèse explicite d'inflation dans le projet de décision, permettant d'éliminer un facteur d'aléa conjoncturel dans le calcul des coûts réglementaires qui servent de base aux tarifs.

Enfin, France Télécom suggère de porter de 2 à 3 ans la durée de validité de ce type de décisions.

## Argumentation

### 1. Méthodologie

France Télécom partage le choix de l'Autorité de conserver la méthode d'évaluation du taux de rémunération du capital pour les activités régulées utilisée depuis de nombreuses années. Ce choix permet d'assurer une continuité par rapport aux pratiques antérieures et contribue, en améliorant la prévisibilité des plans d'affaires de tous les acteurs à la stabilité du secteur.

### 2. Les perturbations des paramètres de calcul de la rémunération du capital provoquées par la crise économique et financière rendent nécessaires de remplacer les valeurs instantanées par des tendances de moyen terme.

Le monde traverse la plus profonde récession depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Cette crise est d'une grande complexité car elle est multidimensionnelle : économique et financière ; elle touche simultanément les économies avancées, émergentes et en développement. Deux canaux ont contribué à son extension géographique : l'interdépendance des marchés financiers due à la libre circulation des capitaux et celle des économies réelles au travers des échanges extérieurs.

#### 2.1 Le monde traverse la plus profonde récession depuis la fin de la seconde guerre mondiale

Le FMI prévoit une baisse du PIB mondial de 1% en 2009, centrée sur les pays développés qui connaîtront une baisse d'activité de plus de 3% tandis que les pays émergents et en développement verront leur revenu s'accroître d'un peu moins de 2%. Le repli atteindrait 4% en Europe, la France étant relativement moins touchée avec un recul un peu supérieur à 2% alors que les PIB de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni baissent d'environ 5%. Si cette récession n'est pas comparable avec la crise des années 30 qui avait vu le PIB français reculer de 8,8% en 1932, il faut tout de même remonter à 1938 pour trouver un recul sur une année d'ampleur identique à celui de 2009.

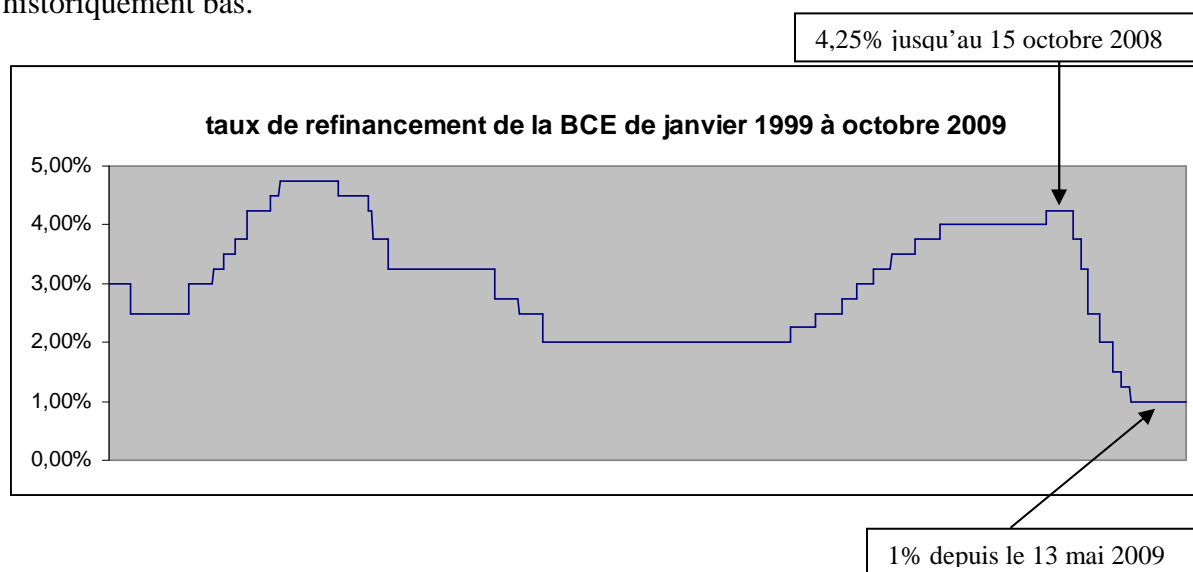
Cette crise est marquée par un effondrement du commerce mondial de biens et services qui diminuerait, selon le FMI, de 12% en volume en 2009, avec une baisse encore supérieure pour les pays développés, de l'ordre de 14%. Le projet de loi de finances pour 2010 estime la baisse des exportations françaises en 2009 à plus de 11% et celle des importations à près de 9%.

Dans le même temps, les investissements connaissent, en France, un fort recul estimé à environ 8% pour les entreprises comme pour l'investissement en logement des ménages.

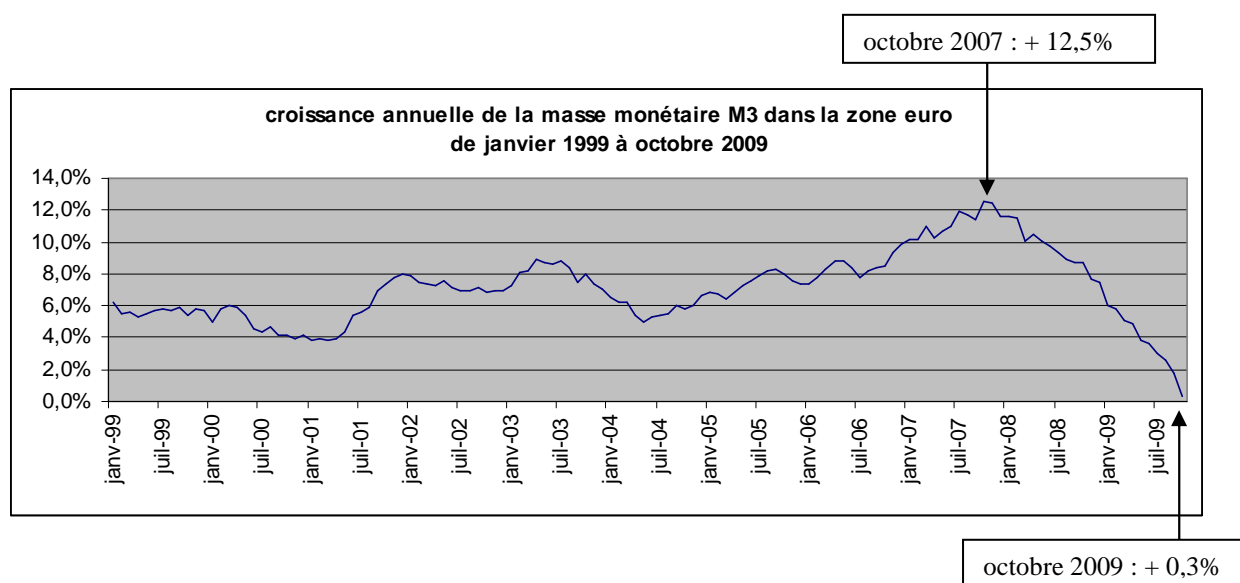
Ce qui empêche la crise d'être encore plus profonde, c'est la bonne tenue de la consommation des ménages. Malgré l'aggravation du chômage, passé, dans la définition du BIT, de 7,5% à 9,5% de la population active entre le T1 2008 et le T3 2009, la consommation continue d'augmenter légèrement, soutenue par une croissance du pouvoir d'achat de 1,5% en 2009, permise par la stabilité des prix et l'augmentation des prestations sociales. L'autre facteur de soutien de la demande est l'augmentation du déficit public qui dépassera 8% du PIB en 2009 et en 2010.

2.2 Le niveau historiquement bas auquel les banques centrales ont porté les taux d'intérêt à court terme n'a pas suffi à rétablir totalement la confiance sur les marchés financiers.

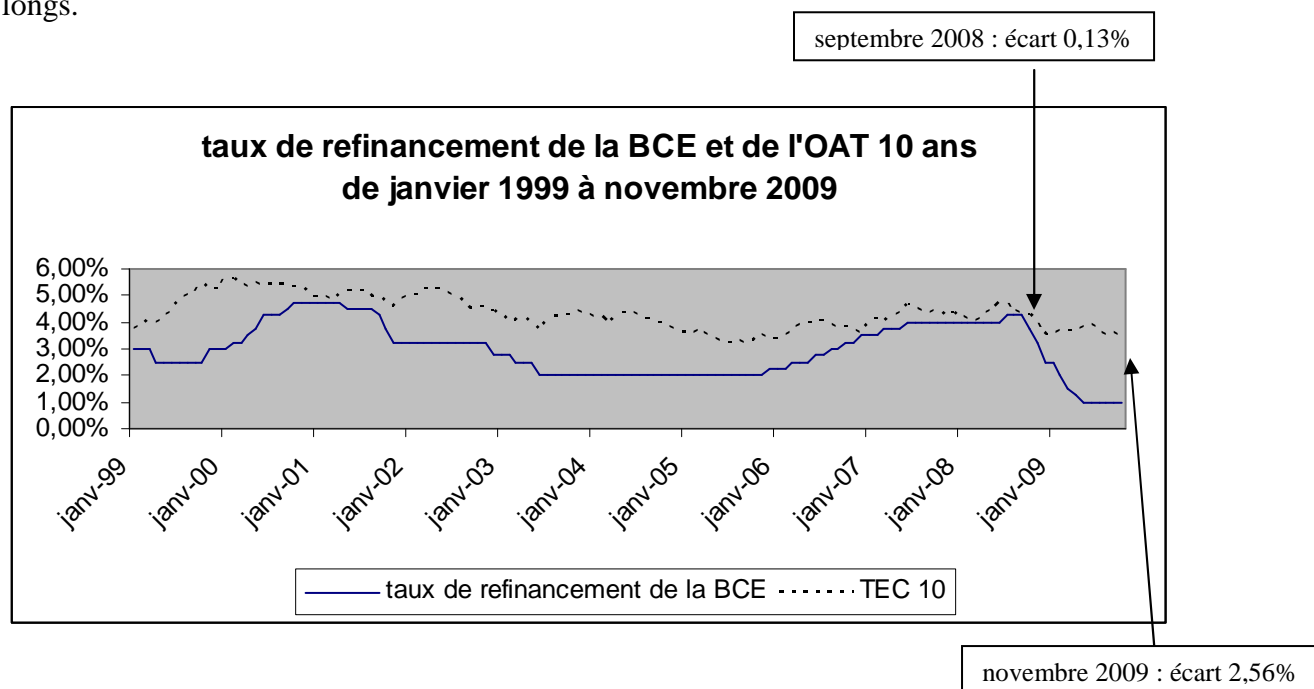
La crise économique a pour origine une crise bancaire née aux Etats-Unis à l'été 2007, lorsque l'augmentation des défaillances de remboursement des prêts immobiliers accordés aux ménages les moins solvables (dits prêts « subprime ») a provoqué des faillites bancaires. La crise financière a atteint son paroxysme quand les autorités américaines ont décidé de ne pas soutenir la banque d'affaires Lehmann Brothers, le 15 septembre 2008. Le risque systémique de faillite du système bancaire mondial au travers de la dévalorisation en chaîne des créances interbancaires est alors apparu tangible. En réponse à ce risque, les banques centrales ont rapidement réduit les taux d'intérêts à court terme, les portant à des niveaux historiquement bas.



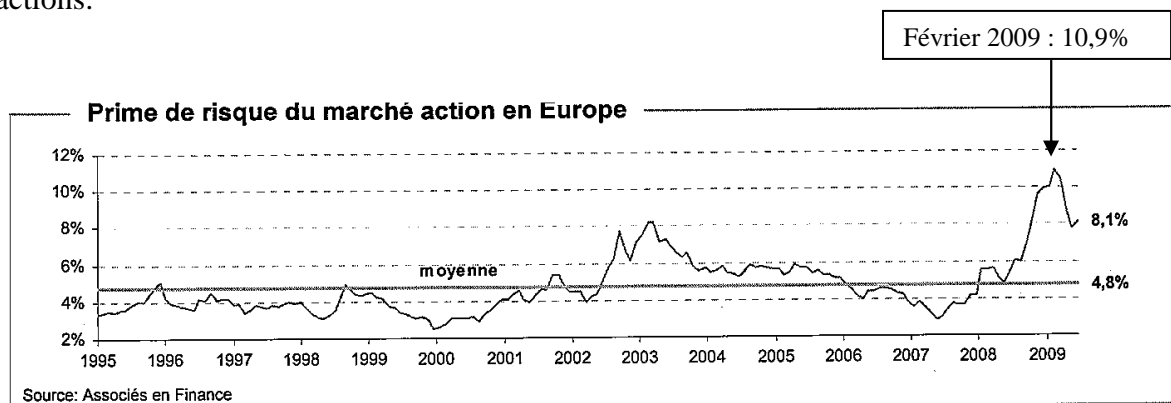
La baisse des taux opérée par la BCE n'a pas empêché le ralentissement brutal de la croissance de la masse monétaire dans la zone euro. En France, les nouveaux crédits accordés aux entreprises et aux particuliers au cours des 12 derniers mois sont passés de 513 G euros en avril 2008 à 365 G euros en octobre 2009, ce qui constitue le plus bas niveau depuis janvier 2005.



La baisse des taux d'intérêt à court terme ne s'est que partiellement répercutée sur les taux longs.



La crise a également provoqué une forte augmentation des primes de risque sur les marchés actions.



### 2.3 Les perspectives pour 2010 et 2011 sont particulièrement incertaines

Fin 2009, les principales économies sont sorties de la récession, excepté le Royaume-Uni et l'Espagne. Les prévisions du FMI prévoient un rebond de l'activité en 2010 : croissance de 3% dont 1,3% dans les économies avancées et 0,9% en France. Le projet de loi de finances pour 2010 est construit sur une hypothèse de croissance de 0,75%.

Il convient toutefois de noter la grande prudence de toutes les institutions dans leurs prévisions pour 2010.

Ainsi, le directeur général du FMI déclarait le 23 novembre 2009 : « L'économie mondiale reste en quelque sorte en phase d'observation : elle est stable, s'améliore mais reste fort vulnérable ». Il indiquait également : « Il semblerait que la confiance revienne, mais les

systèmes bancaires de nombreux pays avancés restent sous capitalisés, entravés par des actifs à problème hérités de la crise, et de plus en plus, des prêts improductifs »

De même, le projet de loi de finances envisage deux scénarios alternatifs par rapport à l'hypothèse centrale : un scénario bas de croissance 0 en 2010 et un scénario haut où la croissance atteindrait 1,65%.

Enfin, l'OFCE intitule ses prévisions d'octobre 2009 : « France : croissance précaire ».

Dans un tel contexte, tenter de prévoir l'évolution des paramètres de calcul du taux de rémunération du capital pour 2010 et 2011 relèverait davantage des arts divinatoires que de la projection économique. France Télécom propose donc de retenir des valeurs moyennes historiquement constatées, sur une période suffisamment longue pour s'affranchir des aléas conjoncturels exacerbés par la crise.

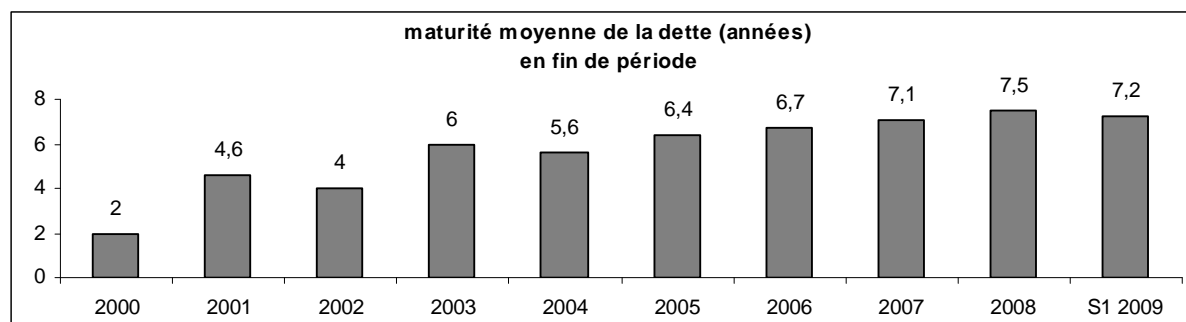
### 3. Les différents paramètres de calcul du taux de rémunération du capital

#### 3.1 Le taux sans risque $R_m$

Le taux de rendement des obligations assimilables du trésor sur le marché secondaire (TEC10), proposé comme référence par l'Autorité, est un bon indicateur du taux sans risque  $R_m$ . La valeur moyenne pour le mois de novembre 2009, dernier mois connu est de 3,56%. La moyenne sur les 11 premiers mois de 2009 est de 3,65%. Cette valeur est inférieure à celles des années 2007 (4,25%), 2008 (4,30%) et plus généralement à la valeur moyenne des 10 années 2000-2009 (4,29%). Les valeurs extrêmes de la décennie sont 3,12% en septembre 2005 et 5,67% en janvier 2000. On peut donc raisonnablement considérer que les taux d'intérêt sans risque sont à un niveau conjoncturellement bas en raison de la crise financière qui induit une recherche accrue de sécurité. Une valeur cible, adoptant une approche de moyen terme pour assurer la stabilité des activités régulées serait de l'ordre de 4,30%, niveau retenu par l'Autorité en 2008 et 2009.

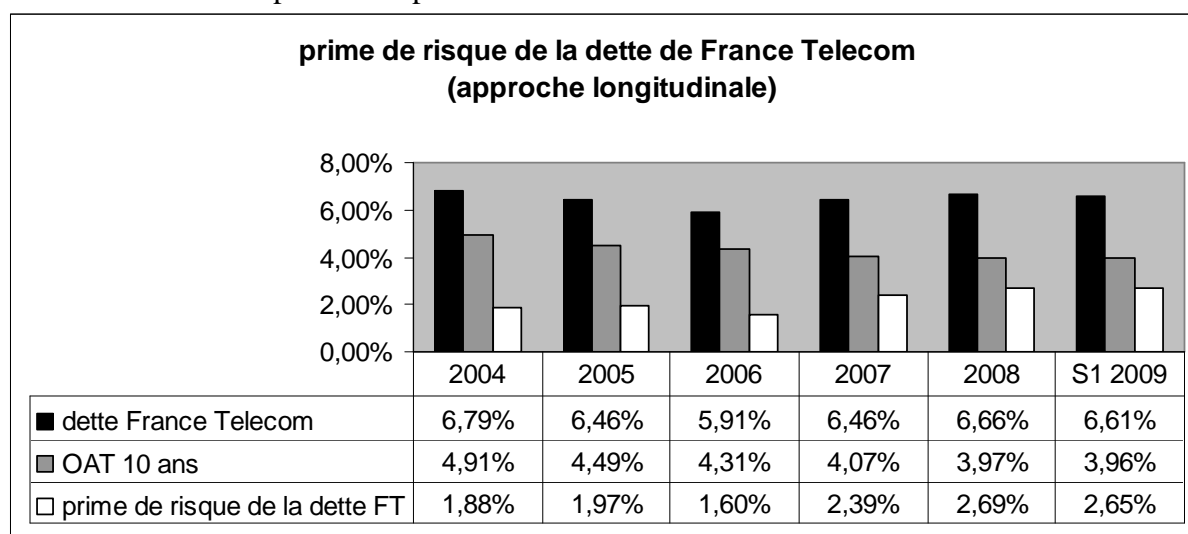
#### 3.2 La prime de risque de la dette de France Télécom $R_d$

Il est assez difficile de reconstituer l'historique sur plusieurs années des conditions d'emprunt de France Télécom. Par contre, le coût moyen pondéré de la dette et sa maturité moyenne figurent dans les rapports d'activité annuels. On constate qu'ils sont assez stables depuis 2003.



Le coût moyen de la dette, constitué au cours du temps peut-être comparé à celui d'un portefeuille d'actif sans risque (OAT 10 ans) constitué régulièrement au cours des années

précédentes et de même maturité. L'historique du TEC 10, crée en avril 1996 permet d'effectuer cette comparaison à partir de 2004.

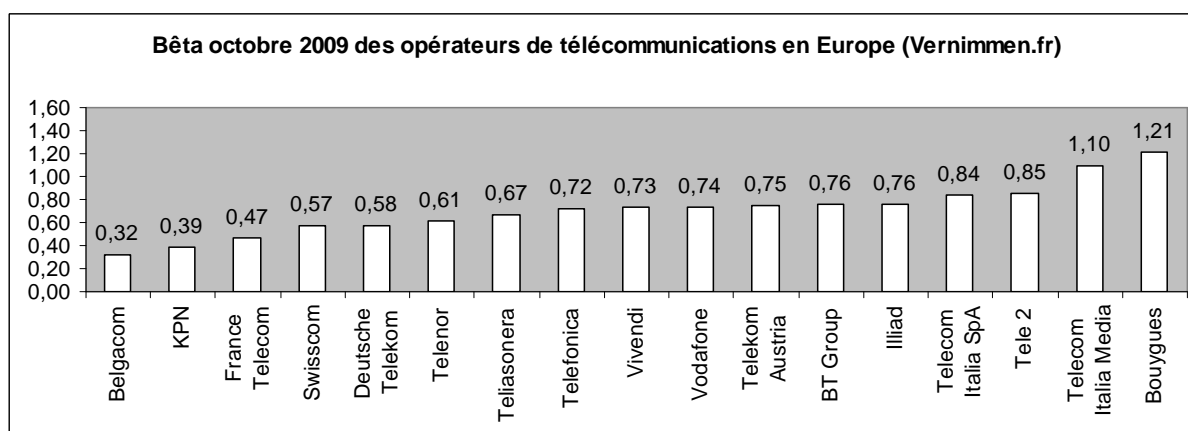


La valeur de moyen terme de la prime de risque de France Télécom est de l'ordre de 2%. Le projet de l'autorité la sous-estime en retenant 1,3%.

### 3.3 La prime de risque des capitaux propres Bêta . ( $R_m - R_f$ )

La prime de risque des capitaux propres résulte simultanément de la prime de risque de marché ( $R_m - R_f$ ) et du risque spécifique à l'entreprise (Bêta).

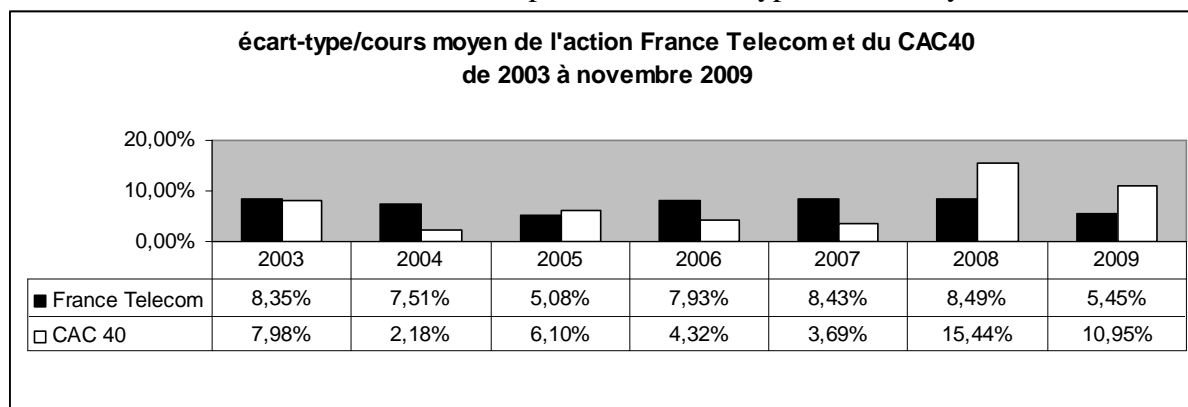
A court terme, la crise financière a exacerbé l'aversion des investisseurs pour le risque, portant les primes de risque du marché action à des niveaux exceptionnels, jusqu'à 10,9% en février 2009. Dans ce contexte, les valeurs de télécommunications sont apparues relativement défensives, la résistance de la consommation des ménages offrant de meilleures perspectives de chiffre d'affaires que dans les secteurs cycliques ou exportateurs. Les primes de risque des entreprises de télécommunications ont donc moins monté que celle du marché et les Bêtas sectoriels ont mécaniquement diminué.



Dans le cadre de la détermination des paramètres de calcul du taux de rémunération du capital pour 2010 et 2011, il convient de garder à l'esprit :

- que la baisse des bêtas n'est pas due à une diminution du risque dans le secteur des télécommunications mais résulte d'une envolée du risque général de marché ;
- qu'en conséquence, la faiblesse des bêtas dans le secteur des télécommunications est conjoncturelle et sera totalement réversible dès que les primes de risque de marché reviendront à un niveau normal ;
- qu'il serait donc gravement erroné de retenir des couples d'hypothèses incohérentes, de type Bêta faible et prime de risque de marché faible ou Bêta conjoncturel et prime de risque de marché de moyen terme.

Cette analyse est confirmée par l'observation de l'évolution de la volatilité de l'action France Télécom et du CAC 40 mesurées par le ratio écart-type / cours moyen.



Sur la période 2003-2007, la volatilité de l'action France Télécom est, en général, nettement supérieure à celle du CAC40. Avec la crise, la situation s'inverse à partir de 2008.

Face aux perturbations du marché, il convient de retenir des valeurs de moyen terme pour le calcul de la prime de risque sur les capitaux propres, c'est-à-dire simultanément sur ces deux composantes. Dans la version 2008, de l'ouvrage « finances d'entreprise » de Vernimmen, figurent des valeurs des bêtas des entreprises de l'indice Eurostocks 50 dont, pour ce qui concerne le secteur des télécommunications : Deutsche Telekom 0,86, Telefonica 0,86 ; Telecom Italia 0,96 ; France Télécom 1,24 ; Vivendi 1,50.

C'est pourquoi France Télécom estime raisonnable la proposition de l'Autorité de retenir une prime de risque de marché de 5% et un bêta de 1 pour le calcul de la prime de risque sur les capitaux propres.

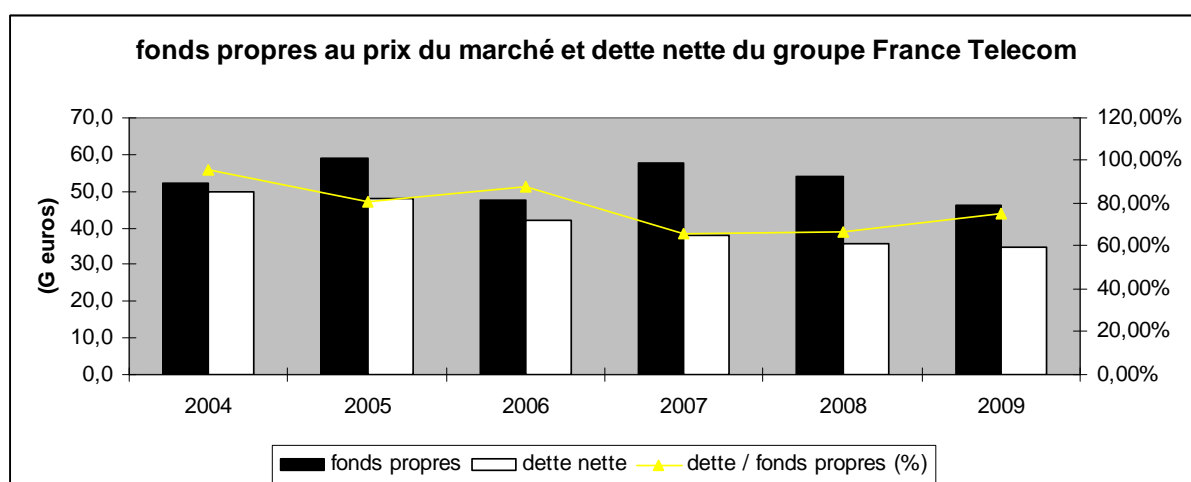
### 3.4 La mesure empirique de la structure du bilan d'un opérateur n'est pas aisée

France Télécom étant un groupe intégré qui exerce des activités fixe, mobile et internet sur un périmètre international, il n'est pas possible de mesurer directement la structure de son passif sur certaines de ses activités. C'est également le cas pour la plupart des principales entreprises de télécommunications opérant en France.

La structure financière de chaque société qui compose un groupe n'a pas de sens en elle-même. Elle dépend des choix d'organisation mis en place pour collecter les ressources financières qui peuvent résulter de nombreux facteurs :



- avantages de la centralisation assurant la notoriété de l'entreprise qui emprunte sur les marchés financiers ou des conditions meilleures auprès des banques, en particulier pour les petites filiales ;
- volonté de nouer des partenariats avec des investisseurs locaux ou de bénéficier d'opportunités de financement locales ;
- nécessité d'adapter la structure des financements à la géographie des activités du groupe afin de minimiser les risques de change ;
- optimisation fiscale compte tenu des écarts de taux et d'assiette entre les différents pays.



Seules les valeurs consolidées de la structure financière ont un sens mais il est global pour l'ensemble des activités. Toutefois, même au niveau consolidé, le modèle MEDAF reposant sur une structure financière au prix du marché, ce ratio est fortement impacté par la conjoncture. Ainsi, au début de la décennie, la bulle internet a fait exploser la valeur de marché des capitaux propres, augmentant leur part dans le total du bilan. Ce phénomène a été atténué par les acquisitions réalisées par emprunt qui ont fortement augmenté l'endettement (la dette nette de France Télécom est passée de 14,6 G euros fin 1999 à 61 G euros fin 2000). Lorsque la bulle a éclaté, le ratio de structure financière a été brutalement modifié, au détriment des capitaux propres dont la valeur de marché s'est brutalement contractée tandis que la dette conservait sa valeur. Ce choc a marqué la structure du passif pour de nombreuses années. Enfin, la crise actuelle a fait reperdre une partie des fonds propres dont la valeur avait été progressivement restaurée avec l'amélioration de la santé financière du groupe.

Compte tenu de l'ensemble des difficultés techniques et des perturbations qui se sont succédées, sans trêve, depuis une décennie, aucune mesure empirique ne permet de définir une valeur de moyen terme pour le ratio de structure financière. En conséquence, France Télécom prend acte des propositions de valeurs cibles de structure financière retenues par l'Autorité dans son projet de décision : 66,67% pour les activités fixes régulées de France Télécom et 30% pour les opérateurs mobiles.

### 3.5 L'application des paramètres ci-dessus conduit à un taux de rémunération du capital employé un peu supérieur à celui proposé par l'autorité :

France Télécom retient les mêmes paramètres que l'autorité pour :

- la prime de risque du marché action : 5%
- le Bêta : 1

- la structure financière cible : ratio dette / fonds propres de 2/3 pour les activités fixes et 30% pour les mobiles

Mais considère que d'autres valeurs sont plus pertinentes concernant :

- le taux sans risque  $R_f$  : 4,30% (au lieu de 4%)
- la prime de risque de la dette : 2% (au lieu de 1,3%)

Pour mémoire, le taux d'imposition retenu pour ce calcul est de 34,43% (Le taux d'impôt sur les sociétés est 33 1/3, majoré par une contribution sociale de 3,3% du montant de l'impôt supérieur à 763 000 euros – articles 219 et 235 ter ZC du code général des impôts).

L'application de ces paramètres conduit à un taux de rémunération du capital nominal avant impôt de 11% pour évaluer les coûts et les tarifs des activités fixes régulées et de 12,4% pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des mobiles.

4. Compte tenu des fluctuations enregistrées au cours des deux dernières années, l'apparition d'une hypothèse explicite de taux d'inflation dans la décision est un progrès méthodologique significatif. Le taux de 1,8% retenu par l'Autorité pour 2010 est 2011 est raisonnable dans une optique de moyen terme.

France Télécom se félicite du choix de l'Autorité d'afficher explicitement dans sa décision une hypothèse d'inflation au côté de la valeur nominale de la rémunération du capital. Cette approche permet de disposer d'une valeur réelle du taux de rémunération du capital indépendante des aléas de l'environnement économique. Le taux réel étant utilisé dans des calculs d'actualisation effectués sur des séries chronologiques en euros constants, disposer d'une valeur connue a priori est un facteur de stabilité des résultats des modèles de coûts qui sous-tendent la tarification des activités régulées.

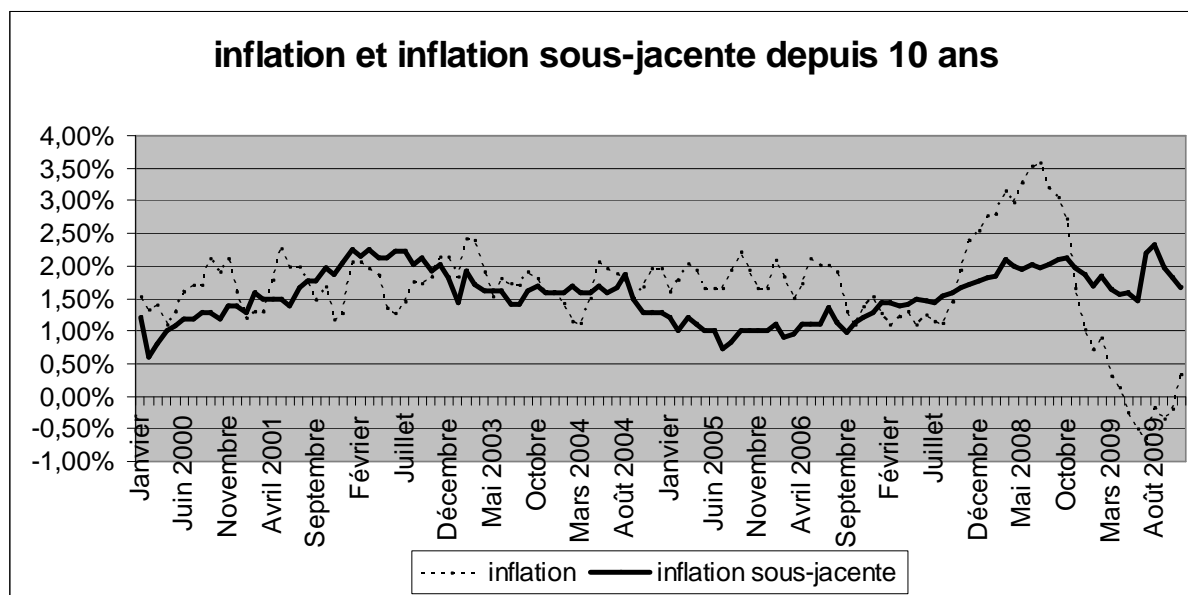
Fin novembre 2009, l'inflation cumulée depuis le début de l'année s'élevait à 0,6% (en 11 mois).

Le projet loi de finances pour 2010 prévoit des taux d'inflation, en glissement, de 0,4% en 2009, 1,2% en 2010 puis 1,75% par an sur la période 2011-2013. L'OFCE, dans ses prévisions d'octobre 2009 annonce 0,6% en 2009 et 1,4% en 2010. Le FMI 0,3% et 1,1%.

Il convient toutefois de noter que le niveau des prix a été assez instable au cours des dernières années en raison de chocs successifs, inflationnistes ou déflationnistes sur certaines catégories de produits, principalement énergétiques et agricoles. Les valeurs extrêmes de la décennie pour le taux d'inflation en 12 mois glissants sont toutes deux récentes (+3,57% en juillet 2008 et -0,75% en juillet 2009). C'est pourquoi dans une optique de prévision à moyen terme, il est préférable de raisonner à partir de l'indice des prix hors tarifs publics et produits à prix volatils corrigé des mesures fiscales. Cet indice, communément appelé « inflation sous-jacente » couvre 62% de l'indice global. Il est publié par l'INSEE en valeurs corrigées des variations saisonnières et est beaucoup plus stable. La dernière valeur connue (celle de novembre 2009) est de 1,7%. L'inflation sous-jacente était de 1,9% pour l'année 2008 et 1,8% pour l'année 2007.

L'hypothèse retenue par l'Autorité d'une inflation de 1,8% sur la période 2010-2011 est dans ce contexte la plus raisonnable car calée sur l'inflation sous-jacente. Comme l'expérience récente l'a montré, les résultats de l'inflation totale pourront parfois s'éloigner assez nettement de l'inflation sous-jacente mais les écarts constatés ne sont que temporaires et leur importance sera limitée par l'approche retenue par l'Autorité d'afficher a priori une hypothèse

explicite de taux d'inflation qui rend insensible à l'environnement conjoncturel le taux de rémunération réel.



##### 5. durée de validité de la décision

Déterminer la durée optimale de validité du taux de rémunération du capital, c'est rechercher le meilleur compromis entre l'objectif de prévisibilité nécessaire à la stabilité du secteur qui conduit à allonger la validité de la décision et la nécessaire adaptation à l'environnement économique qui pourrait, en première analyse, amener à retenir une validité courte. L'expérience de la période de crise que nous traversons comme la faible évolution des taux arrêtés par l'ARCEP sur la dernière décennie montrent que le besoin d'adaptabilité à l'environnement n'est pas aussi grand qu'il n'y paraît a priori. En conséquence, France Télécom propose de porter de 2 à 3 ans la durée de validité de ce type de décision.