

***Taux de rémunération du capital des activités  
régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du  
secteur de la télédiffusion***

---

*Synthèse de la consultation publique qui s'est  
déroulée du 3 décembre 2007 – 4 janvier 2008*

## **Synthèse des réponses à la consultation publique portant sur la détermination du taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du secteur de la télédiffusion pour les années 2008 et 2009**

### **I. Remarques générales**

Les réponses à la consultation publique émanent de 5 opérateurs, agissant sur les 3 secteurs concernés par la consultation. Il s'agit du groupe FT-Orange et de Neuf Cegetel pour le secteur fixe, de SFR et du groupe FT-Orange pour le secteur mobile, de TDF et de Onecast pour le secteur de la télédiffusion.

Les commentaires adressés par les opérateurs portent principalement sur les paramètres spécifiques à chaque secteur d'activité, à savoir : le taux d'endettement, la prime de dette et le bêta actions. Les craintes des opérateurs face aux tensions actuelles sur les marchés financiers, qui proviennent en partie de la crise des « subprimes », constituent un élément récurrent, de la même manière que les doutes face au phénomène de convergence entre le secteur fixe et le secteur mobile. Par ailleurs, il ressort de l'analyse des réponses des opérateurs que, dans le cas du secteur mobile comme dans celui de la télédiffusion, la proposition de l'Autorité de retenir un bêta actions équivalent au bêta actions standard est sujette à des remarques critiques.

Les commentaires des opérateurs visés directement par la décision, en l'occurrence FT-Orange, SFR et TDF, ont pour effet d'élever le taux de rémunération du capital d'un ou deux points par rapport aux propositions de l'Autorité. A l'inverse, les commentaires de Neuf Cegetel et de Onecast tendent à diminuer, dans une proportion proche d'un point, le taux de rémunération du capital par rapport à la proposition de l'Autorité.

Par souci de clarté, la synthèse des réponses des opérateurs reprend le plan de la consultation publique. Afin de répondre aux commentaires des opérateurs, l'Autorité s'appuie de manière récurrente sur les choix effectués par les ARN membres du GRE<sup>1</sup>, en insistant en particulier sur les pays jugés comparables à la France<sup>2</sup>, qui constituent une référence pertinente.

### **II. Méthodologie adoptée par l'Autorité**

- FT-Orange et Neuf Cegetel soulignent la pertinence de la méthodologie adoptée par l'Autorité.
- Si FT-Orange est en accord avec le choix de fixer le taux de rémunération du capital sur une période de 2 ans, qui répond à un objectif de prévisibilité des conditions du marché, FT-Orange considère qu'au regard de la volatilité des marchés financiers, un tel choix implique de prendre une « marge de précaution » par rapport à l'estimation instantanée des paramètres de la méthodologie.

<sup>1</sup> Source : questionnaire WACC réalisé dans le cadre du groupe « Regulatory Accounting » du GRE.

<sup>2</sup> Cf. encadré 1 en annexe, qui présente les pays jugés comparables ainsi que les critères de sélection de ces pays, à partir du questionnaire WACC réalisé dans le cadre du groupe « Regulatory Accounting » du GRE.

- De son côté Neuf Cegetel souhaite que les principes méthodologiques soient re-débattus à l'horizon 2009-2010, dans le cadre d'un processus de consultation publique, afin de tenir compte de l'expansion du très haut débit et de la convergence. Selon Neuf Cegetel, ces évolutions marqueront une « rupture », et poseront notamment la question de la rémunération différenciée des capitaux en fonction de leur emploi.
- *Commentaire de l'Autorité : L'Autorité s'emploie à respecter un certain nombre de critères, détaillés dans la consultation publique. Les choix effectués par l'Autorité doivent notamment être prévisibles par l'ensemble des acteurs, cohérents avec les décisions passées, et pertinents<sup>3</sup>. Il ressort que le choix de fixer le taux de rémunération du capital pour une période de 2 ans s'inscrit dans une **logique de continuité**, qui, comme le fait remarquer FT-Orange, est nécessaire pour que les conditions du marché soient prévisibles par l'ensemble des acteurs. L'Autorité souhaite faire remarquer que la pertinence à prendre en compte la crise des « subprimes » reste sujette à débat. Etant donné les critères de l'Autorité en ce qui concerne la détermination du taux de rémunération du capital, **il est nécessaire que l'impact de la crise des « subprimes » soit évident, significatif et durable**, ce qui apparaît discutable. D'abord, la crise des « subprimes » n'a pas affecté toutes les banques avec la même importance. Ensuite, la crise des « subprimes » n'a pas conduit le gouvernement à modifier la prévision de croissance pour l'année 2008 par rapport au niveau utilisé pour construire le budget. Enfin, l'injection de liquidités par les banques centrales américaines et européennes, sur les marchés financiers, devraient apporter des corrections à la crise des « subprimes ».*

### III. Paramètres généraux

- Seul FT-Orange formule des remarques relatives aux propositions de l'Autorité sur les paramètres généraux de la méthodologie.
- De leur côté, Neuf Cegetel et Onecast soulignent la pertinence des choix de l'Autorité en la matière.
- FT-Orange ne formule pas de critiques quant aux propositions de l'Autorité sur le choix du marché de référence et le choix du taux d'imposition, et reconnaît la pertinence de la proposition de l'Autorité de retenir une prime de marché de 5%.
- Si FT-Orange est en accord avec le choix de l'indice OAT TEC 10 comme référence pour l'estimation du taux sans risque, ainsi que la méthode d'estimation avancée dans la consultation<sup>4</sup>. En revanche, FT-Orange estime que les tensions actuelles sur les marchés financiers, telles le retour de l'inflation à l'échelle mondiale ainsi que la crise des « subprimes », doivent amener l'Autorité à prendre des précautions supplémentaires, afin que le taux de rémunération du capital soit pertinent sur une période de 2 ans.
- En pratique, FT-Orange estime que le taux sans risque devrait se situer dans une fourchette comprise entre 4,5% et 5%.
- *Commentaire de l'Autorité : La valeur du taux sans risque avancée par l'Autorité dans la consultation correspondait à la fois à la moyenne sur les 6 derniers mois et à la dernière valeur disponible au moment du lancement de la consultation.*

*Les choix effectués par les ARN membres des pays du GRE comparables à la France fournissent une référence pertinente à l'évaluation du taux sans risque pris en compte dans la détermination du taux de rémunération du capital des activités régulées. Il ressort que dans les pays jugés comparables à la France, le taux sans risque retenu pour la détermination du taux de rémunération du capital varie entre 3,9% et 5,5%.*

<sup>3</sup> C'est-à-dire décrire uniquement les évolutions structurelles relatives aux activités régulées.

<sup>4</sup> La valeur du taux sans risque proposée par l'Autorité correspond à la fois à la moyenne sur les 6 derniers mois et à la dernière valeur disponible au moment de la rédaction de la consultation.

*La variabilité observée du taux sans risque au cours même de la période de consultation (4,4% à son début, 4,5% lors de la réponse des acteurs, moins de 4% à la date de cette synthèse) montre qu'une valeur instantanée, si elle représente la meilleure anticipation des marchés, reste très contingente de la date à laquelle elle est observée. L'Autorité considère qu'un lissage de cette variabilité apporterait une plus grande transparence et une meilleure visibilité au secteur.*

Les remarques suivantes portent sur les paramètres spécifiques intégrés dans la méthodologie, à savoir le taux d'endettement, la prime de dette et le bêta actions. Ceux-ci concentrent la majeure partie des commentaires des opérateurs.

## Le taux d'endettement ( $\frac{D}{E}$ )

### Fixe

- FT-Orange ne formule pas d'observations sur la proposition de l'Autorité de retenir un taux d'endettement de 66%.

### Mobile

- Selon FT-Orange et SFR, il n'est pas pertinent de se fonder sur le phénomène de convergence pour rapprocher le taux d'endettement du secteur fixe et du secteur mobile. A propos de la convergence, les deux opérateurs formulent les remarques suivantes :

- Selon FT-Orange, la nature des actifs est un déterminant premier de la structure d'endettement. FT-Orange estimant que les boucles locales fixe et mobile sont des actifs spécifiques, il n'y aurait pas de raison de rapprocher le taux d'endettement du secteur fixe de celui du mobile.

- Selon SFR, un tel rapprochement est sans fondement, étant donné que la structure financière de France Télécom dépend largement des choix de gestion passés de l'opérateur public.

- De plus SFR conteste la référence de l'Autorité en matière de taux d'endettement moyen des maisons mères des opérateurs du secteur mobile, en avançant que les leviers d'endettement de Vivendi et de Vodafone sont tous deux proches de 20%.

- Dans sa réponse à la consultation, Neuf Cegetel indique que l'arrivée de la convergence, conjointement avec celle du très haut débit, marquera, à horizon de l'année 2009-2010 une « rupture ».

- *Commentaire de l'Autorité : Concernant le phénomène de convergence, L'Autorité note qu'il existe à ce jour des offres mêlant les services fixes et mobiles. Ce type d'offre constitue un exemple de **convergence commerciale** entre les services fixes et les services mobiles. En outre, dans sa réponse à la consultation publique, Neuf Cegetel considère que le phénomène de convergence constituera dans un horizon proche une « **rupture** ».*

*Si la consultation fait figurer le taux d'endettement du secteur fixe comme une référence à l'estimation du taux d'endettement du secteur mobile, celui-ci ne joue qu'un **rôle indicatif**. Le taux d'endettement proposé par l'Autorité pour le secteur mobile reste très différent de celui proposé pour le secteur fixe. En indiquant le taux d'endettement du secteur fixe, l'Autorité souhaite surtout souligner que le phénomène de convergence est un sujet, qui, à l'avenir, pourra avoir un impact sur la détermination du taux de rémunération du capital du secteur mobile et du secteur fixe.*

*En outre, le taux d'endettement du secteur fixe cité dans la consultation est un **taux d'endettement cible**. A la différence du taux d'endettement observé, il est fondé sur les caractéristiques structurelles du secteur d'activité, et n'attribue que peu de poids à la gestion*

d'un opérateur en particulier. A titre d'illustration, le taux d'endettement cible appliqué par l'Autorité pour le secteur fixe depuis 2001 s'élève à 66%. Dans le même temps, le taux d'endettement observé de France Télécom est passé de 127% à 70%.

Concernant la demande exprimée par SFR, qui consisterait à déterminer le taux de rémunération applicable à un opérateur sur la seule base de ses caractéristiques individuelles, l'Autorité confirme qu'une telle démarche ne serait pas compatible le **Code des Postes et des Communications Electroniques**, selon lequel le taux de rémunération du capital doit tenir compte à la fois des caractéristiques des opérateurs en place et de celles d'un investisseur dans le secteur des communications électroniques<sup>5</sup>.

Le taux d'endettement retenu par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour le secteur mobile est compris entre 0% et 63%, pour une valeur moyenne de 29,5%, qui correspond à l'intention de l'Autorité.

### Télédiffusion

- TDF souligne la pertinence de l'Autorité de retenir un taux d'endettement de 30% dans sa proposition concernant le secteur de la télédiffusion.

### Prime de dette ( $R_d$ )

#### Fixe

- Si FT-Orange reconnaît la pertinence de la proposition de l'Autorité de retenir une prime de dette égale à 1% dans une période dite « normale », FT-Orange estime que cette valeur devrait être réévaluée, afin de tenir compte de la crise actuelle. La crise des « subprimes » fait craindre à FT-Orange une faiblesse de l'offre de crédit par rapport à la demande de crédit, ce qui pourrait se traduire par une « prime d'émission » positive. La prise en compte de cette « prime d'émission » devrait conduire à retenir une prime de dette supérieure à celle proposée par l'Autorité.

- Commentaire de l'Autorité : Comme cela a déjà été formulé, les conséquences de la crise des « subprimes » sur l'économie française sont incertaines. Certaines sources jugent qu'il s'agit d'un **facteur conjoncturel**, ce qui limite sa prise en compte dans le taux de rémunération du capital, qui porte sur une période de 2 ans.

De plus, les conséquences éventuelles de la crise des « subprimes » sur les marchés financiers n'ont un impact que sur le **coût du ré-endettement marginal**, et non sur le coût moyen de la dette globale, qui se compose d'endettements successifs contractés chacun selon des conditions particulières<sup>6</sup>.

S'il semble nécessaire de prendre en compte les tensions actuelles sur les marchés financiers, il paraît judicieux de **prendre garde à ne pas en surestimer les effets**. La prime de dette qui est retenue pour la détermination du coût du capital s'applique à **l'ensemble de la dette** de l'opérateur. Or, la prime de dette se situe dans une phase d'augmentation, comme en témoigne le graphique 2 présenté en annexe<sup>7</sup>. Il ressort qu'en retenant la dernière valeur disponible, on applique à certaines parties de la dette, en l'occurrence celles qui n'ont pas été émises dans le contexte actuel, une prime de dette supérieure à celle effectivement supportée.

Les primes de dette retenues par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour le secteur fixe s'échelonnent entre -0,1% et 1,5%.

<sup>5</sup> Article D.312 du CPCE, rappelé dans la consultation publique.

<sup>6</sup> Telles que la date, la maturité, ou le contexte des marchés financiers.

<sup>7</sup> Le graphique 2 reprend l'évolution de la prime de dette pour des notations qui sont celles des comparables de France Télécom, à savoir les opérateurs historiques du secteur fixe des principaux pays européens. Il s'agit des niveaux de notation A, A- et BBB+.

## Mobile

- FT-Orange formule la même remarque que pour la prime de dette proposée par l'Autorité pour le secteur fixe.
- SFR s'appuie sur le contexte financier actuel pour critiquer la proposition de l'Autorité. Selon SFR, celle-ci ne reflète ni les conditions actuelles de marché, qui se traduisent notamment par une hausse des marges de crédit bancaire ou obligataire, ni les conditions de marché futures, étant entendu par les économistes que la crise financière ne se résorbera pas rapidement. Afin d'illustrer ces propos, SFR propose une courbe d'évolution des spreads de crédit sur la période 2003-2003<sup>8</sup>. Il ressort que, selon SFR la prime de dette retenue pour la détermination du taux de rémunération du secteur mobile devrait être, au minimum, de 1,2.
- *Commentaire de l'Autorité* : L'Autorité formule les mêmes commentaires que pour la prime de dette du secteur fixe. Par ailleurs, la proposition de l'Autorité concernant la prime de dette du secteur mobile s'inscrit dans une volonté de cohérence entre les taux d'endettement et les primes de dette des trois secteurs. Etant donné que le taux d'endettement du secteur mobile est inférieur à celui du secteur fixe, la prime de dette du secteur mobile proposée par l'Autorité se situe à un niveau inférieur à celle proposée pour le secteur fixe. Les décisions passées de l'Autorité en matière de taux de rémunération du capital, ainsi que l'observation des données financières, faisant état d'une prime de dette comprise entre 0,75 et 1,25, la proposition d'une prime de dette de 0,75 pour le secteur paraît raisonnable.

La prime de dette retenue par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour le secteur mobile sont comprises entre 0% et 2%.

## Télédiffusion

- Selon TDF, la prise en compte de l'influence de la taille de l'entreprise, mesurée par le chiffre d'affaire, sur la qualité de la notation, et donc sur la prime de dette devrait conduire l'Autorité à réévaluer à la hausse la prime de dette du secteur de la télédiffusion. TDF se fonde sur l'analyse des notations des opérateurs du secteur des télécommunications et de télédiffusion d'Europe Occidentale pour déterminer la notation maximale à laquelle une entreprise de la taille de TDF peut prétendre. La prime de dette qui correspond actuellement à cette qualité de notation est proche de 1,4%, ce qui amène TDF à proposer de réévaluer la prime de dette à un tel niveau.
- De son côté, Onecast rappelle que TDF jouit d'une position « quasi-monopolistique » sur le secteur de la télédiffusion.
- *Commentaire de l'Autorité* : La notation, qui sert de base à la détermination de la prime de dette, décrit la **santé financière de l'entreprise** qui est jugée. Le mécanisme sous-jacent est le suivant : plus la santé financière de l'entreprise est bonne, plus le risque de défaut est faible, et plus la prime de dette est faible. Si, toutes choses égales par ailleurs, plus une entreprise est grande, plus son niveau de risque est faible, notamment parce qu'elle peut diversifier ses activités, la taille n'est pas une condition nécessaire pour atteindre un niveau de notation élevé. Ainsi, selon les données présentées par TDF<sup>9</sup>, une entreprise dont le chiffre d'affaire s'élève à 4 millions d'euros peut se voir attribuer une notation comprise entre B et A<sup>10</sup>. D'autres facteurs rentrent en ligne de compte dans la détermination de la santé financière d'une entreprise, et, in fine, dans le calcul de la prime de dette. Parmi ceux-ci, il semble que la **position de l'entreprise sur son marché** ait un impact significatif. De ce point

<sup>8</sup> Source : Société Générale

<sup>9</sup> Et repris en annexe dans le tableau 1.

<sup>10</sup> Cf graphique 3 en annexe.

de vue, TDF jouit d'une position particulièrement favorable, comme le souligne Onecast dans sa réponse à la consultation publique.

De plus, étant donné le contexte actuel des marchés financiers, qui se traduit par un **degré de volatilité élevé**, il peut y avoir un risque à se fonder exclusivement sur la dernière valeur disponible. Les données de TDF font ainsi état d'une prime de dette égale ou inférieure à 1% depuis le troisième semestre de l'année 2006, ce qui correspond à une période d'une année et demie.

La prime de dette retenue par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour le secteur de la télédiffusion est comprise entre 0,5% et 0,9%, pour une valeur moyenne de 0,7% qui correspond à la proposition de l'Autorité.

## Bêta actions ( $\beta$ )

### Fixe

- FT-Orange est favorable au raisonnement de l'Autorité en matière de détermination du bêta actions pour le secteur fixe.
- Neuf Cegetel estime que le bêta actions devrait être inférieur à 1, afin de refléter la baisse du risque sur la période 2001<sup>11</sup>-2008. Selon Neuf Cegetel, les trois éléments qui constituent le risque dans l'exercice des activités régulées ont diminué sur la période 2001-2008. D'abord, le risque d'impayé a diminué, sous l'effet du phénomène de concentration du marché. Ensuite, les technologies utilisées depuis 2001 sont arrivées à maturité, ce qui diminue le risque industriel lié à ces activités. Enfin, le risque lié aux aléas de la régulation a diminué, sous l'effet de la « maturation » du marché.

### Mobile

- En s'appuyant sur des données publiées par le Groupement des Régulateurs Indépendants<sup>12</sup>, FT-Orange montre que la proposition de l'Autorité conduirait à ce que le bêta actifs sous jacent appliqué en France soit parmi les plus bas en Union Européenne. Selon FT-Orange, un tel résultat n'est pas justifié, étant donné que les tensions sur les marchés financiers n'affectent pas la France de manière moins prononcée que les autres pays européens.
- FT-Orange conteste la pertinence de l'échantillon des opérateurs retenu par l'Autorité dans son exercice de « benchmark », ceux-ci exerçant la majeure partie de leur activité en dehors de la France. Il ressort que la baisse du bêta proposée par l'Autorité ne reflète pas, selon FT-Orange, l'évolution du risque de l'activité mobile en France depuis 2006-2007<sup>13</sup>. Selon FT-Orange, les pressions législatives et réglementaires accrues, l'émergence ou la confirmation de nouveaux acteurs sur le marché (MVNO et 4<sup>ème</sup> licence 3G) sont des facteurs qui accroissent le niveau de risque des activités mobiles.
- FT-Orange préconise de conserver la valeur du bêta actions de 1,2.
- Selon SFR, les activités régulées présentent un niveau de risque supérieur à celui des activités non régulées. SFR préconise que le bêta actions soit déterminé à partir d'une moyenne des comparables européens et des maisons mères des opérateurs mobile. En pratique, SFR se fonde sur un échantillon composée notamment de Vodafone, de Vivendi et Telefonica, pour estimer le bêta actions applicable au secteur mobile. Il ressort que SFR préconise le recours à un bêta actions égal à 1,2. SFR note que leur échantillon, qui repose sur

<sup>11</sup> L'année 2001 ayant servi de référence à la détermination du taux de rémunération du capital applicable à l'année 2002, qui est employé pour évaluer les tarifs de dégroupage de la boucle local de France Télécom.

<sup>12</sup> PIB 1, IRG WG Regulatory Accounting, PIB for WACC calculation (2007).

<sup>13</sup> Pour l'année 2006-2007, l'Autorité avait retenue un bêta actions égal à 1,2.

les maisons-mères de SFR ainsi que des opérateurs exerçant des activités dans le secteur fixe, conduit à minimiser le bêta actions, étant donné que les activités mobiles présentent des éléments de risque relativement plus importants, notamment en termes de risque technologique.

• *Commentaire de l'Autorité* : L'Autorité souhaite rappeler que la proposition du bêta actions s'inscrit dans une **démarche synthétique**, qui reconnaît la difficulté de déterminer un bêta actions valable pour les activités régulées, et qui soit pertinent sur une période de 2 ans. Dans cette démarche, l'exercice de « benchmark » ne constitue qu'un élément de référence parmi d'autres. Cet exercice implique de se fonder sur des **opérateurs comparables**, dans l'idéal des opérateurs « pure players » cotés en Bourse, ce qui conduit l'Autorité à retenir des opérateurs étrangers. Dans la mesure où les pressions concurrentielles et réglementaires n'apparaissent pas significativement plus faibles dans les autres pays européens, la référence à des opérateurs étrangers ne devrait pas conduire à sous estimer le bêta actions du secteur mobile français.

L'Autorité relève que les données présentées par les opérateurs des différents secteurs se contredisent<sup>14</sup>. L'échantillon proposé par TDF pour évaluer le bêta actions du secteur mobile est tel qu'à l'exception de Bouygues, toutes les entreprises présentent un bêta actions inférieur à 1. En particulier, le bêta actions de Vivendi est proche de 0,7, alors que selon SFR, il est compris entre 1,1 et 1,2.

La **faible robustesse du calcul des bêtas** sur des données financières est un élément en faveur de la démarche de l'Autorité, qui s'appuie sur des éléments de « benchmark », une analyse sur plusieurs années de l'évolution des bêtas des entreprises jugées comparables, des éléments de réflexion sur le risque encouru dans l'exercice des activités mobiles, ou encore les choix passés de l'Autorité. Enfin, en s'affranchissant des données financières brutes, l'Autorité rend compte des caractéristiques **des activités régulées**. Par ailleurs, le bêta actions retenu par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour la détermination du taux de rémunération du capital du secteur mobile est compris entre 0,6 et 1,9.

### Télédiffusion

• Selon TDF, trois éléments de risque liés aux activités de télédiffusion prèchent en faveur d'une réévaluation à la hausse de la proposition de l'Autorité. D'abord, le risque lié au degré concurrentiel du marché français serait particulièrement élevé, étant donné la taille réduite du marché, le nombre d'opérateurs qui y exercent leur activité, ou encore la procédure d'appel d'offre organisée par les opérateurs de multiplex. Ensuite, la structure du marché correspond à un marché dit de « B to B »<sup>15</sup>, au sens où l'opérateur fournit un service à d'autres entreprises, et non de « B to C »<sup>16</sup>, qui correspond à un marché où l'entreprise a pour clients des consommateurs finaux. Selon TDF, cette spécificité induit un risque commercial élevé. En outre, les perspectives de croissance du marché sont incertaines, compte tenu de la rupture technologique constituée par le passage de l'analogique au numérique. TDF note que, de par la structure et les perspectives de croissance du marché sur lequel elle exerce ses activités, le risque lié à l'exercice des activités de télédiffusion sur le marché français est relativement plus important que le risque des opérateurs mobiles. Enfin, TDF estime que le risque boursier encouru par les opérateurs de télédiffusion est supérieur à celui des opérateurs mobiles. Les données présentées par TDF conduisent à préconiser le recours à un bêta actions égal à 1,18 (au lieu de 1), obtenu par l'application d'un « mark up » sur le bêta actions proposé par

<sup>14</sup> Cf. graphiques 4,5 et 6 en annexe.

<sup>15</sup> «Business to Business».

<sup>16</sup> «Business to Consumers».

l'Autorité pour le secteur mobile. Ce « mark up » traduit selon TDF l'écart durable entre le niveau du risque boursier de ces deux secteurs.

- Onecast considère au contraire que le choix d'un bêta actions égal à 1 surestime le risque encouru par TDF, au sens où il ne traduit pas la position privilégiée de TDF sur le secteur de la télédiffusion. Au vue de la position « quasi monopolistique » de TDF, Onecast estime que le risque de TDF ne peut pas être comparé au risque dit standard, ni au risque des activités de téléphonie, qui correspondent tous deux à un bêta actions égal à 1 dans la consultation publique. Sur la base d'une analyse des opérateurs jugés comparables à TDF, Onecast estime que l'Autorité devrait retenir un bêta actions égal à 0,74 pour le secteur de la télédiffusion.

- *Commentaire de l'Autorité : L'Autorité relève que les données proposées par TDF d'un côté, et par Onecast de l'autre côté, illustrent la **fragilité des travaux empiriques** d'estimation du bêta actions sur des données financières brutes. Ainsi, le bêta actions préconisé par TDF est près de 62% plus élevé que le bêta actions évalué par Onecast.*

*Certains des éléments avancés par TDF dans l'évaluation du risque lié à l'exercice de ses activités peuvent être contestés. Ainsi, les données de part de marché présentées par TDF mettent l'accent sur la partie « services » de l'activité de TDF, sur lequel plusieurs opérateurs exercent leur activité, au détriment de la partie « infrastructures », sur laquelle l'opérateur jouit d'une position particulièrement favorable, avec une part de marché de près de 95%. En n'évoquant pas cette partie de l'activité, TDF tend à livrer une **vision partielle** du risque encouru par l'opérateur. De plus, quel que soit le scénario considéré, il ressort que le passage de l'analogique au numérique aura pour effet d'accroître le nombre de clients potentiels de TDF, et donc, de diminuer le risque lié à la structure de marché dite de « B to B ». Par ailleurs, la **nature du lien entre le secteur des télécommunications et le secteur de la télédiffusion**, tel qu'il est présenté par TDF, est difficilement compréhensible. Ainsi, si le secteur des télécommunications sert de référence à l'évaluation de la prime de dette de TDF, le calcul du bêta actions traite de manière séparée les deux secteurs. Par souci de cohérence, l'évaluation du bêta actions de TDF pourrait se fonder sur les opérateurs de télédiffusion et du secteur des télécommunications, ce qui conduirait à diminuer le bêta actions, à un niveau proche de la proposition de l'Autorité.*

*Le bêta actions retenu par les ARN des pays membres du GRE comparables à la France pour le secteur de la télédiffusion est compris entre 0,9 et 1,3, pour une moyenne de 1,1, soit un niveau proche de la proposition de l'Autorité en la matière.*

#### **IV. Taux de rémunération du capital pour les années 2008 et 2009**

##### Fixe

*Pour mémoire, l'Autorité fait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 10,8% pour le secteur mobile.*

La préconisation de FT-Orange de **réévaluer à la fois le taux sans risque et la prime de dette** par rapport à la proposition de l'Autorité conduit à un taux de rémunération du capital plus élevé que la proposition de l'Autorité, dans une proportion qu'il n'est pas possible d'appréhender, étant donné que les remarques de FT-Orange ne sont pas chiffrées.

La remarque de Neuf Cegetel sur le **bêta actions** a pour effet une baisse du taux de rémunération du capital par rapport à la proposition de l'Autorité, sans que celle-ci puisse être quantifiée.

## Mobile

*Pour mémoire, l'Autorité fait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 12,2% pour le secteur fixe. .*

La préconisation de FT-Orange de **conserver la valeur de 1,2 pour le bêta actions** du secteur mobile conduit à un taux de rémunération du capital égal à **13,45%**, auquel s'ajoute l'effet des réévaluations du **taux sans risque et de la prime de dette** déjà évoquées. Globalement, les remarques de FT-Orange devraient représenter une hausse comprise **entre 1,5 et 2 points** par rapport à la proposition de l'Autorité.

De son côté, les remarques formulées par SFR, à propos du **taux d'endettement, de la prime de dette et du bêta actions**, conduisent à un taux de rémunération du capital égal à **14,15%**, soit près de deux points supplémentaires par rapport à la proposition de l'Autorité.

## Télédiffusion

*Pour mémoire, l'Autorité fait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 12,2% pour le secteur de la télédiffusion.*

Les remarques de TDF, qui consistent en une réévaluation de **la prime de dette et du bêta actions**, conduisent à retenir un taux de rémunération du capital égal à **13,42%**, soit plus d'1 point de plus que la proposition de l'Autorité.

De son côté, la préconisation de Onecast au sujet du **bêta actions** conduit à un taux de rémunération du capital égal à **11,53%**, soit une baisse de 0,7 point par rapport à la proposition de l'Autorité.

Les tableaux en annexe<sup>17</sup> reprennent de manière détaillée les propositions de l'Autorité pour les trois secteurs ainsi que les conclusions des commentaires des opérateurs.

---

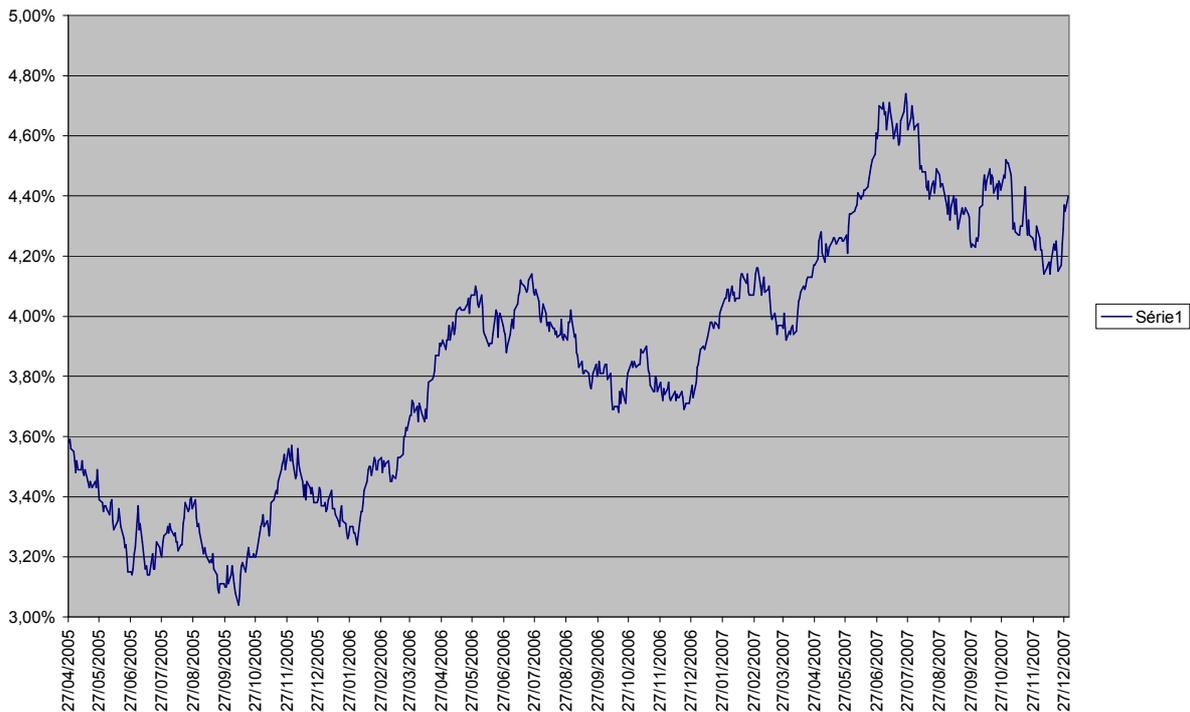
<sup>17</sup> Cf. tableaux 2, 3 et 4 en annexe.

## Annexe :

### Encadré 1 : Sélection des pays constituant des éléments de référence pertinents

Les données présentées dans ce document sont issues d'un questionnaire adressé aux ARN membres du GRE dans le cadre du groupe de travail « Regulatory Accounting ». Afin de disposer d'une référence pertinente, seuls les pays dont la situation est comparable à la France sont conservés pour l'analyse. Les critères de sélection de ces pays reposent sur les paramètres généraux de l'économie intégrés dans le calcul du WACC, à savoir le taux sans risque, la prime de marché et le taux d'imposition.

Graphique 1 : Evolution du taux OAT TEC 10 (2005-2007)



Graphique 2 : Evolution de la prime de dette correspondant aux notations des entreprises identifiées comme comparables à France Télécom

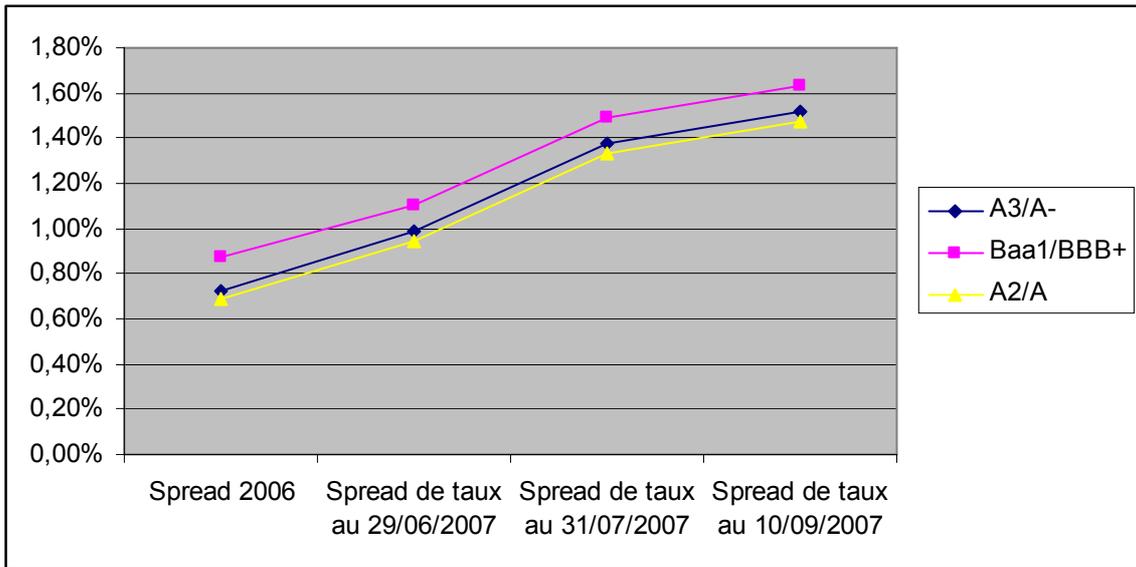
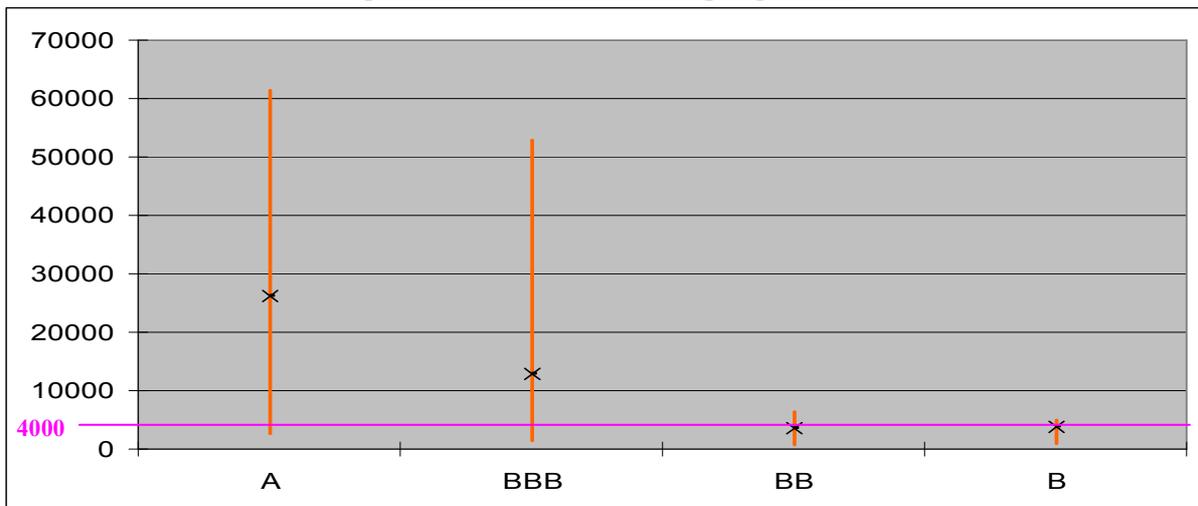


Tableau 1 : Correspondance entre la taille de l'entreprise et la qualité de la notation pour les 25 opérateurs des secteurs des télécommunications et de la télédiffusion en Europe Occidentale (données TDF)

Notation S&P	chiffre d'affaires de la société de taille la plus réduite de la classe (en M€)	chiffre d'affaires de la société de taille la plus importante de la classe (en M€)	chiffre d'affaires moyen des sociétés de la classe (en M€)
Class A-rated Company	2 654	61 347	26 289
Class BBB-rated company	1 518	52 901	12 744
Class BB-rated Company	791	6 355	3 573
Class B-rated Company	1 012	5 048	3 700

Graphique 3 : Analyse des données de TDF par l'Autorité : la corrélation entre la taille et la qualité de la notation n'est pas parfaite



Graphique 4 et 5 : Calcul du bêta actions de Vivendi (données SFR)

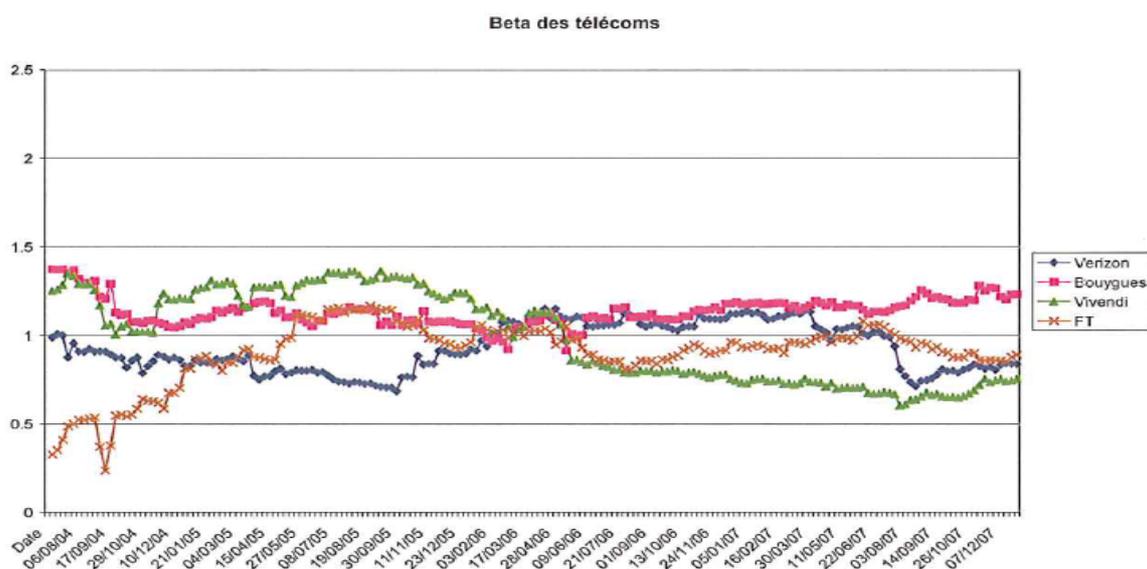


Calcul du Bêta de Vivendi 2003-2007



Calcul du Bêta pour Vivendi de 2001 à 2007

Graphique 6 : Calcul du bêta actions des opérateurs du secteur des télécommunications (données TDF)



Tableaux 2, 3 et 4 : Synthèse des propositions de l’Autorité et des commentaires des opérateurs

Secteur	Fixe		
Paramètres	Consultation	FT-Orange	Neuf Cegetel
Taux sans risque	4,40% (à date de la consultation)	[4,5%;5%]	4,40%
Betas actions	1,0	1,0	<1
Prime de marché	5%	5%	5%
Prime de dette	1,00%	>1	1,00%
Taux d'imposition	34,43%	34,43%	34,43%
Taux d'endettement	66,00%	66,00%	66,00%
WACC avant impôts	10,8%		
Secteur	Mobile		
Paramètres	Consultation	FT-Orange	SFR
Taux sans risque	4,40%(à date de la consultation)	[4,5%;5%]	4,40%
Betas actions	1,0	1,2	1,2
Prime de marché	5%	5%	5%
Prime de dette	0,75%	>0,75	1,20%
Taux d'imposition	34,43%	34,43%	34,43%
Taux d'endettement	30,00%	30,00%	20,00%
WACC avant impôts	12,2%	>13,42%	14,15%
Secteur	Télédiffusion		
Paramètres	Consultation	TDF	Onecast
Taux sans risque	4,40%(à date de la consultation)	4,40%	4,40%
Betas actions	1,0	1,18	0,74
Prime de marché	5%	5%	5%
Prime de dette	0,75%	1,40%	0,75%
Taux d'imposition	34,43%	34,43%	34,43%
Taux d'endettement	30,00%	30,00%	30,00%
WACC avant impôts	12,2%	13,42%	11,53%