

La détermination du 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

Conformément au cadre législatif et réglementaire en vigueur, l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP) mène l'analyse des marchés pertinents du secteur des communications électroniques afin de constater l'existence ou non d'opérateurs disposant d'une influence significative sur ces marchés et d'imposer les obligations spécifiques, adaptées et proportionnées aux problèmes de concurrence constatés.

Lorsqu'elle impose des obligations de contrôle tarifaire ou de comptabilisation des coûts, l'Autorité doit veiller à « assurer une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru », comme précisé dans le code des postes et communications électroniques (CPCE).

Cette notion de rémunération raisonnable est précisée par le CPCE : le taux de rémunération du capital déterminé par l'Autorité doit tenir compte du coût moyen pondéré des capitaux de l'opérateur concerné et de celui que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France.

Du 24 novembre au 24 décembre 2009, l'Autorité a mis en consultation publique les paramètres envisagés en vue de l'établissement des taux de rémunération du capital réglementaires pour les activités fixe, mobile et de télédiffusion pour les années 2010 et 2011.

L'Autorité sollicitait l'avis des acteurs du secteur sur l'ensemble des documents, tout en précisant les points sur lesquels elle attendait plus particulièrement une réponse des contributeurs.

L'Autorité a reçu des contributions de l'Association française des opérateurs de réseau et services de télécommunications (AFORST), du groupe France Télécom, de SFR, de TDF et de towerCast.

Outre la synthèse de cette consultation, l'Autorité publie l'ensemble des réponses qui lui ont été transmises, à l'exclusion des parties couvertes par le secret des affaires.

## I) Remarques générales

Les réponses à la consultation publique émanent de cinq acteurs et concernent les 3 secteurs. Il s'agit du groupe France Télécom pour les secteurs fixe et mobile, de SFR pour le secteur mobile, de TDF et de towerCast pour le secteur de la télédiffusion, ainsi que de l'AFORST qui représente des opérateurs alternatifs dans le secteur fixe.

Les questions posées dans la consultation publique portaient d'une part sur la prise en compte adéquate des effets liés aux perturbations actuelles des marchés financiers dans une approche normative pour des activités régulées, d'autre part sur les valeurs proposées pour deux paramètres, le taux sans risque (noté  $R_f$ ) et la prime de dette (notée  $R_d$ ).

Bien que le questionnaire n'ait traité ni de la méthode générale, ni de la prime de marché (notée  $R_m - R_f$ ), ni des risques spécifiques de l'investissement (correspondant au paramètre bêta) liés à chacune des activités fixe, mobile et de télédiffusion, ni des structures d'endettement cibles, certains contributeurs ont saisi l'opportunité de la consultation publique pour s'exprimer sur ces aspects.

Les commentaires des opérateurs visés directement par la décision, en l'occurrence France Télécom et TDF, ont pour effet d'élever le taux de rémunération du capital. A l'inverse, les commentaires de l'AFORST et de towerCast tendent à diminuer le taux de rémunération du capital par rapport aux projets mis en consultation. SFR propose une baisse des taux de rémunération s'appliquant à l'activité de son fournisseur (pour le fixe) ainsi qu'à la sienne (pour le mobile) ; la baisse proposée pour le fixe est toutefois plus importante.

Par ailleurs, towerCast a souligné que contrairement à ce qui était indiqué dans le projet de décision, le choix du taux de rémunération pour l'activité de télédiffusion a un impact réel sur le secteur, puisqu'une obligation d'orientation des tarifs vers les coûts a été instaurée par la décision n°2009-0484, s'agissant des sites non répliquables de télédiffusion.

## II) Méthodologie adoptée par l'Autorité

- 1) Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) et le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)

Aucun acteur ne revient sur le choix de ces méthodes.

- 2) La référence à des valeurs cibles

France Télécom souligne la pertinence de conserver la méthode d'évaluation du taux de rémunération du capital utilisée jusqu'à présent par l'Autorité, notamment de s'appuyer sur des valeurs cibles en ce qui concerne :

- la prime de risque du marché actions,
- le bêta,
- la structure financière.

En particulier, France Télécom souligne qu'il ne serait pas cohérent de raisonner sur une valeur cible pour le bêta et sur une valeur instantanée pour la prime de risque, ou inversement. France Télécom rappelle également la difficulté qu'il y aurait à mesurer empiriquement la structure du bilan d'un opérateur pour une fraction de ses activités.

France Télécom propose ainsi de remplacer les valeurs instantanées par des tendances de moyen terme, en ce qui concerne le taux sans risque.

De même, le choix de s'appuyer sur une valeur cible en ce qui concerne la prime de risque du marché actions et le ratio dette/fonds propres convient à towerCast, qui propose également d'adopter une approche « de long terme » en ce qui concerne le taux sans risque.

SFR reconnaît la pertinence d'une valeur cible en ce qui concerne les bêtas (même si, comme souligné plus loin, SFR propose une valeur différente dans le cas du fixe).

A l'inverse, TDF estime qu'il n'est pas cohérent de mêler des données issues d'une vision « actuelle » et des données correspondant à une vision de long terme. TDF propose ainsi plusieurs estimations du coût du capital en s'appuyant, pour l'ensemble des paramètres :

- uniquement sur les valeurs instantanées ;
- uniquement sur les moyennes établies sur deux ans ;
- uniquement sur les moyennes établies sur cinq ans (durée représentative selon TDF d'un cycle boursier).

### Commentaire

*Le terme « tendanciel », utilisé dans les projets de décision soumis à consultation publique (par opposition à « actuel » se réfère à ce qui aurait été observé en l'absence de crise, et la notion de « cible » a plus vocation à représenter une valeur absolue ou intrinsèque qu'une vision de long terme. L'Autorité se réfère en effet, pour certains paramètres, à leur valeur « cible », jugée plus pertinente que leur valeur observée dans le cadre normatif de la régulation.*

*Par ailleurs, pour les paramètres pour lesquels il semble cohérent de retenir une valeur reflétant des évolutions de marché, ces valeurs ne se fondent pas sur des données instantanées, mais prennent en compte un scénario économique pour la période de régulation considérée et notamment la moyenne anticipée du paramètre dans ce scénario. Ainsi, pour les années 2010-2011, le scénario retenu comprend une phase « actuelle » en crise et une phase correspondant à ce qui aurait été observé en l'absence de crise.*

- 3) La détermination d'un taux de rémunération commun à l'ensemble des activités régulées dans les cas du secteur fixe et de la télédiffusion

L'AFORST souhaite qu'une distinction soit établie, au sein des activités fixes, entre celles qui reposent exclusivement sur la facilité essentielle que représente l'infrastructure des réseaux constituée du génie civil, des câbles et des locaux associés et celles correspondant aux autres activités fixes régulées de l'opérateur historique. L'AFORST estime que le taux retenu par l'Autorité correspond au taux « moyen » applicable à ces deux types d'activité, alors que le bêta et la prime de dette de l'activité correspondant à l'infrastructure essentielle devraient être inférieurs aux valeurs retenues par l'Autorité.

De même, towerCast souhaiterait qu'une distinction soit établie, au sein des activités de télédiffusion, entre celles qui reposent sur des sites répliquables et les autres. TowerCast ne s'oppose pas à l'idée de retenir un bêta cible égal à 1 pour les sites répliquables, mais propose de retenir un bêta compris entre 0,8 et 0,9 pour les sites non répliquables afin de tenir compte de la position monopolistique de TDF sur cette catégorie d'actifs.

SFR considère que l'ensemble des activités régulées du secteur fixe repose sur l'exploitation de la boucle locale, qui est une infrastructure essentielle, ce qui l'amène à proposer un bêta de 0,5, inférieur à la valeur retenue dans le projet soumis à consultation.

### Commentaire

*L'idée selon laquelle une position monopolistique, ou plus généralement une situation de puissance de marché, sur une activité pourrait être de nature à réduire la sensibilité des résultats d'une entreprise aux évolutions du marché est naturelle. Il est toutefois délicat de chiffrer précisément cet effet. Les études que l'Autorité a pu mener, tout comme les études présentées par les contributeurs lors des différentes consultations lancées sur la détermination des taux de rémunération, montrent en effet que les bêtas sont des données très sensibles à la méthode de calcul retenue. C'est d'ailleurs l'un des éléments qui a amené l'Autorité pour ce paramètre à retenir la valeur cible de 1, correspondant à l'ensemble du marché.*

#### 4) L'explicitation de l'hypothèse d'inflation

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

#### 5) La durée de validité des décisions de fixation de taux de rémunération

France Télécom suggère de porter de 2 à 3 ans la durée de validité des décisions de fixation de taux de rémunération prévisionnel du capital.

### **III) Les effets liés aux perturbations actuelles des marchés financiers et le choix des paramètres**

#### 1) Prise en compte de la crise

Le contexte actuel de crise économique et financière perturbant les paramètres de calcul de la rémunération du capital, France Télécom estime que l'Autorité devrait retenir, pour le taux sans risque, des valeurs à plus long terme pour lisser l'effet de crise.

A l'inverse, SFR et TDF estiment que, pour certains paramètres, l'Autorité sous-estime l'impact de la crise.

Ainsi, SFR considère que la chute des taux sans risque n'est pas suffisamment reflétée par la proposition de l'Autorité. Selon SFR, le consensus de marché ne prévoit pas une remontée rapide des taux pour la période 2010-2011.

De même, TDF juge que l'impact de la crise économique et financière sur le coût des capitaux pour les entreprises ne peut être ignoré, notamment en ce qui concerne la prime de risque du marché actions et les primes de dette, qui devraient être durablement supérieures aux moyennes antérieures.

#### Commentaire

*Les effets de la crise économique et financière ont été pris en compte pour la fixation des taux de rémunération du capital pour 2010-2011. L'évaluation effectuée pour les valeurs dépendantes des conditions de marché se réfère à un scénario macro-économique probable, qui repose notamment sur les prévisions du FMI pour la croissance du PIB<sup>1</sup> et qui prévoit un retour « à la normale » des conditions de financement à partir du 2<sup>ème</sup> semestre de 2010.*

#### 2) Autres commentaires sur les valeurs proposées pour les paramètres

##### a) Taux sans risque

En ce qui concerne le taux sans risque, France Télécom propose, compte tenu de sa position sur la prise en compte de la crise, une valeur de 4,3% correspondant selon elle à une tendance de moyen terme.

Par ailleurs, towerCast remarque l'égalité entre la moyenne de l'indice TEC 10 entre 2003 et 2007 et la moyenne de l'indice TEC 10 entre 2008 et 2009 (qui s'est avérée inférieure au taux sans risque prospectif retenu par l'ARCEP pour les années 2008 et 2009), ce qui l'amène à proposer de retenir une moyenne lissée de l'indice TEC 10 sur les années 2005 à 2009 comme référence pour le taux sans risque valable en 2010 et 2011, soit 3,88%.

SFR propose pour sa part de retenir un taux sans risque de 2,5%. Ce chiffre résulte à la fois de l'appréciation de l'opérateur sur la rapidité de la remontée des taux (évoquée plus haut) et d'une remise en cause par l'opérateur de la maturité pertinente de la dette pour les activités considérées :

---

<sup>1</sup> Le PIB peut être considéré comme un indicateur retardé de la croissance des marchés financiers.

selon SFR, celle-ci n'excède pas 5 ans, alors que l'Autorité fonde sa décision sur une maturité de 10 ans.

### Commentaires

*La valeur de 4,0% proposée par l'Autorité apparaît comme une position intermédiaire de celle des opérateurs. Elle tient compte de la crise financière en correspondant à une pondération entre le taux sans risque en condition de crise (3,7%) et le taux sans risque hors conditions de crise (4,1%).*

*Une maturité de 10 ans figure dans les précédentes décisions de l'Autorité. Ce choix est cohérent avec la durée de vie économique des actifs régulés ; il correspond également aux pratiques de la majorité des régulateurs européens.*

#### b) Prime de dette

S'appuyant sur l'observation rétrospective, depuis 2000, du coût moyen pondéré de sa propre dette, le groupe France Télécom estime que l'Autorité devrait retenir, pour la prime de dette, une valeur de 2,00% au lieu de 1,30%.

TowerCast cite l'ARCEP qui, dans sa consultation du 3 décembre 2007 sur les taux de rémunération du capital des activités régulées du secteur fixe, du secteur mobile et du secteur de la télédiffusion, indiquait que « toutes choses égales par ailleurs, plus une entreprise est endettée, plus il est risqué de lui prêter à nouveau. Ainsi, la prime de dette croît avec le taux d'endettement retenu » et déplore que l'ARCEP propose de retenir une prime de dette de 1,30% quelle que soit la structure d'endettement cible retenue pour les opérateurs régulés.

Selon towerCast, une prime de dette de 1,05% pour TDF (au lieu de 1,00% en 2008-2009) tiendrait compte des conditions de financement plus « resserrées » et serait cohérente avec la prime de dette de 1,30% (au lieu de 1,25% en 2008-2009) retenue pour l'activité fixe.

TDF estime que l'Autorité, en retenant une prime de dette de 1,30%, ne tient pas suffisamment compte des conditions de financement plus resserrées de la période actuelle. En s'appuyant sur une analyse instantanée, sur 2 ans et sur 5 ans, TDF estime la prime de dette à respectivement 2,00%, 2,90% et 1,70%.

A l'inverse, SFR en s'appuyant également sur les conditions actuelles propose une prime de dette inférieure à ce qu'expose le projet de décision mis en consultation (1,00% au lieu de 1,30%, en se référant aux prévisions pour 2010 effectuées par la Société Générale et qui consistent à prolonger la tendance observée en 2009).

### Commentaire

*L'article D. 312 du CPCE précise que « L'Autorité détermine le taux de rémunération du capital utilisé. Ce taux tient compte du coût moyen pondéré des capitaux de l'opérateur concerné et de celui qui supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France ». Cela conduit à tenir compte pour l'évaluation du coût de rémunération du capital des conditions observées pour un opérateur générique efficace, et non pas uniquement des valeurs observées pour un opérateur particulier.*

*L'approche de l'Autorité a consisté à préciser le scénario macro-économique qui lui semblait réaliste, et, dans ce contexte, elle a bien tenu compte de l'impact de la crise : la rémunération du capital prend en compte d'une part qu'une proportion importante de dette a été contractée préalablement à la crise, et d'autre part qu'un retour « à la normale » est anticipé à horizon 2011.*

*La valeur retenue pour 2010 et 2011 est supérieure à celle adoptée pour 2008 et 2009 (1%), ce qui rend compte, dans une certaine mesure, des conditions de financement plus « resserrées » rencontrées par les acteurs, à la fois au cours des années 2008-2009, particulièrement touchées par la crise, et pour la période 2010-2011, période de retour à des conditions normales de marche.*

*Au final, les valeurs retenues par l'Autorité pour le calcul de la prime de dette sur la période 2010-2011, sont encadrées par les valeurs proposées par les opérateurs.*

*Enfin l'Autorité s'est attachée à refléter au travers des valeurs relatives des primes de dettes, les leviers d'endettements cibles qui avaient été retenus pour les différents secteurs et qui n'avaient pas été commentés.*

c) Prime de marché et bêta

Pour TDF, si le taux sans risque de 4% que retient l'Autorité « *semble cohérent avec une tendance sur deux ans* » et intègre l'évolution observée entre fin 2007 et fin 2009, la prime de marché a augmenté par rapport à ce qu'elle était fin 2007, sans que l'Autorité n'en tienne compte. TDF juge qu'une valeur d'au moins 5,6% devrait être retenue, au lieu de 5%.

Commentaire

*La prime de marché est sujette à variation en fonction des différentes méthodes de calcul retenues, dans un intervalle de 4% à 6%, ce qui a motivé l'Autorité pour retenir pour ce paramètre la valeur cible de 5%.*

*Les évaluations de l'Autorité et de TDF indiquent que la prime de risque du marché actions a augmenté durant la crise. Le scénario retenu par l'ARCEP conduirait à retenir une prime de risque pour l'ensemble de la période 2010-2011 de 5,2%, ce qui reste dans l'intervalle [4% ; 6%]. Par ailleurs, compte tenu de leur position de marché particulière, pour les opérateurs régulés, la prime de marché attendue est inférieure à cette valeur. Au final, les éléments dont l'Autorité dispose ne permettent pas de remettre en cause la valeur cible de 5,0% définie dans ses décisions précédentes.*

De même, TDF s'appuie sur une triple analyse, instantanée, sur 2 ans et sur 5 ans, des comparables que constituent les « *Tower companies* » cotées (dont elle estime qu'elles n'encourent pas l'ensemble des risques qui l'affectent), et considère que la valeur du bêta servant de référence à la détermination du coût du capital des activités régulées de télédiffusion en France ne devrait pas être inférieure à 1,35 - alors que l'Autorité retient une valeur cible de 1.

SFR et towerCast soulignent que dans le cas d'opérateurs régulés exploitant des infrastructures essentielles, les activités sont beaucoup moins risquées ce qui les conduit à retenir des valeurs plus faibles pour les bêtas.

Commentaire

*La proposition de l'Autorité s'agissant du bêta actions s'inscrit dans une démarche synthétique, qui reconnaît la difficulté de déterminer un bêta actions spécifique aux activités régulées et pertinent sur une période de 2 ans. Dans cette démarche, l'exercice de « benchmark », qui implique de se fonder sur des opérateurs comparables, dans l'idéal des opérateurs « pure players » cotés en bourse, ne constitue qu'un élément de référence parmi d'autres, compte tenu de la faible robustesse du calcul des bêtas sur des données financières.*

*Aucun opérateur de télédiffusion n'exerce une activité restreinte au périmètre des activités régulées de TDF. Ces activités apparaissent en outre moins sensibles aux évolutions du marché.*

#### **IV) Taux de rémunération du capital**

1) Fixe

Pour mémoire, l'Autorité faisait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 10,4% pour le secteur fixe.

La préconisation de France Télécom de réévaluer à la fois le taux sans risque (4,3% au lieu de 4,0%) et la prime de dette (2,0% au lieu de 1,3%) par rapport au projet de décision mis en consultation conduit à un taux de rémunération du capital plus élevé que la proposition de l'Autorité (11,0% au lieu de 10,4%).

La préconisation de SFR de diminuer à la fois le taux sans risque (2,5% au lieu de 4,0%), la prime de dette (1,0% au lieu de 1,3%) et le bêta des activités fixes régulées (0,5 au lieu de 1) par rapport au

projet de décision mis en consultation conduit à un taux de rémunération du capital très inférieur à la proposition de l'Autorité (6,0% au lieu de 10,4%).

Les remarques de l'AFORST amèneraient selon ses observations à retenir un taux de rémunération de rémunération du capital inférieur au projet de décision mis en consultation pour les activités fixes relevant de la facilité essentielle, mais aucune proposition quantifiée n'est formulée.

## 2) Mobile

Pour mémoire, l'Autorité faisait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 11,8% pour le secteur mobile. Après modification de la prime de dette pour tenir compte de la structure financière cible du mobile, l'Autorité retient un taux de 11,7%.

La préconisation de France Télécom de réévaluer à la fois le taux sans risque (4,3% au lieu de 4,0%) et la prime de dette (2,0% au lieu de 1,3%) par rapport au projet de décision mis en consultation conduit à un taux de rémunération du capital plus élevé que la valeur retenue par l'Autorité (12,4% au lieu de 11,7%).

La préconisation de SFR de diminuer à la fois le taux sans risque (2,5% au lieu de 4,0%) et la prime de dette (1,0% au lieu de 1,3%) par rapport au projet de décision mis en consultation conduit à un taux de rémunération du capital inférieur à la valeur retenue par l'Autorité (9,6% au lieu de 11,7%).

## 3) Télédiffusion

Pour mémoire, l'Autorité faisait part, dans la consultation publique, de son intention de retenir un taux de rémunération de 11,8% pour le secteur de la télédiffusion. Après modification de la prime de dette pour tenir compte de la structure financière cible de la télédiffusion, l'Autorité retient un taux de 11,7%.

Les remarques de TDF, qui consistent en une réévaluation de la prime de marché (au moins 5,6% plutôt que 5,0%), du bêta actions (au moins 1,35 au lieu de 1), de la prime de dette (au moins 1,7% au lieu de 1,3%) conduiraient à retenir un taux de rémunération du capital au moins égal à 14,9%, soit au moins 3,2 points de plus que la valeur retenue par l'Autorité.

Les préconisations de towerCast au sujet du taux sans risque (3,88% au lieu de 4,00%) et de la prime de dette (1,05% au lieu de 1,30%) conduisent à un taux de rémunération du capital égal à 11,6%, soit une baisse de 0,1 point par rapport à la valeur retenue par l'Autorité. Avec un bêta à 0,9 au lieu de 1, le taux de rémunération passerait à 11,0%, soit 0,7 point de moins que la valeur retenue par l'Autorité ; avec un bêta à 0,8, le taux de rémunération passerait à 10,4%, soit 1,3 point de moins que la valeur retenue par l'Autorité.