

**Projets de décision portant sur la fixation des  
taux réglementaires de rémunération du capital  
pour les activités fixes, mobiles et de télédiffusion  
régulées à partir de l'année 2016**

Synthèse des réponses à la consultation publique  
organisée du 22 septembre 2015 au 22 octobre 2015

## I. Cadre 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 veille à assurer « *une rémunération raisonnable des capitaux employés* », comme précisé à l'article D. 311 du code des postes et communications électroniques (CPCE).

Par ailleurs, en application de l'article R. 20-30-11 du CPCE, les tarifs des offres associées à la fourniture de la composante du service universel relative à la téléphonie<sup>1</sup> sont soumis à l'obligation d'orientation vers les coûts.

En vue de fixer les taux de rémunération du capital réglementaires applicables à partir de 2016 pour les activités fixes, mobiles et de télédiffusion régulées, l'Autorité a mis en consultation publique des projets de décisions du 22 septembre 2015 au 22 octobre 2015.

L'Autorité a reçu 5 réponses à cette consultation publique formulées par les opérateurs historiques Orange et TDF et par les opérateurs alternatifs Bouygues Telecom, Iliad et Towercast.

L'Autorité constate, à titre liminaire, que les commentaires des acteurs se concentrent surtout sur les activités fixes et de télédiffusion régulées. Elle observe également que les positions des acteurs sont sensiblement hétérogènes.

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

---

<sup>1</sup> Cette composante, mentionnée au 1° de l'article L.35-1 du CPCE, inclut la prestation de raccordement à un réseau fixe ouvert au public et la prestation de service téléphonique.

## II. Le périmètre des activités concernées

Plusieurs acteurs ont proposé de faire évoluer les périmètres retenus lors de la fixation des taux de rémunération du capital pour les activités régulées.

Pour les activités fixes régulées, les contributeurs présentent des positions divergentes.

Orange propose de fixer un taux réglementaire de rémunération unique pour les activités fixes et mobiles régulées au regard de la convergence observée plus globalement entre les activités fixes et mobiles. Il relève à cet égard que les principaux acteurs du marché français sont des opérateurs convergents fixe-mobile. L'opérateur souligne également le développement, au niveau commercial, des offres convergentes *quadruple play* et l'intégration de plus en plus prononcée entre les réseaux fixes et mobiles.

De leur côté, Iliad et Bouygues Telecom demandent un cloisonnement entre certaines activités fixes régulées au motif qu'elles présentent des niveaux de risque différents. A cet égard, ils relèvent que, dans le passé, l'Autorité a fixé des taux réglementaires distincts pour l'interconnexion fixe et l'accès à la boucle locale cuivre et que, actuellement, elle accorde des primes de risque spécifiques aux réseaux FTTH.

En premier lieu, Bouygues Telecom et Iliad demandent à l'ARCEP de définir un taux de rémunération réglementaire (ou une prime de risque) spécifique aux activités de génie civil car elles présentent un niveau de risque particulièrement faible. Les opérateurs considèrent effectivement que le génie civil d'Orange constitue une facilité essentielle dans le sens où il s'agit d'une infrastructure pérenne et en monopole, dont les revenus sont faiblement volatiles. Pour fixer ce taux, Bouygues Telecom et Iliad invitent l'Autorité à prendre en référence les entreprises propriétaires des réseaux de distribution de l'électricité, de l'eau ou du gaz dans son étude de comparables.

En second lieu, Bouygues Telecom propose d'autres périmètres d'activités en retenant comme critère de segmentation le risque associé aux activités concernées. L'opérateur propose ainsi de définir un taux réglementaire spécifique aux actifs soumis à la concurrence (blocs de fréquences, réseaux mobiles et cœurs de réseaux fixes) dont le niveau d'utilisation dépend des politiques commerciales menées sur les marchés de détail. L'opérateur identifie également le périmètre des câbles des boucles locales cuivre et fibre qui correspond à un niveau de risque intermédiaire ; les infrastructures seraient en monopole mais leur niveau d'utilisation serait incertain puisque dépendant de la vitesse de la transition technologique du cuivre vers la fibre.

Pour les activités de télédiffusion régulées, Towercast considère que le niveau de risque n'est pas homogène entre les sites réputés répliquables et les sites réputés non-répliquables. Il demande à l'ARCEP de définir un taux de rémunération du capital spécifique aux sites réputés répliquables, à un niveau plus élevé que celui employé pour les sites réputés non-répliquables.

### III. Calcul du coût moyen pondéré du capital

Compte tenu de l'incertitude qui caractérise l'exercice de fixation de valeurs prévisionnelles pour le calcul du coût moyen pondéré du capital et au regard de la disparité observée dans les caractéristiques financières des opérateurs présents sur les marchés régulés, l'ARCEP a soumis à l'appréciation des acteurs du marché des intervalles de confiance pour les paramètres. Elle a précisé que ces paramètres devaient s'appréhender dans leur ensemble.

Les acteurs du marché se sont prononcés sur plusieurs paramètres intervenant dans le calcul du coût moyen pondéré du capital.

#### III.a. Les paramètres de calcul

A titre liminaire, Bouygues Telecom met en doute la pertinence de l'étude de comparables réalisée par l'ARCEP pour déterminer le niveau des différents paramètres de calcul pour les activités fixes et mobiles régulées. L'opérateur souligne d'une part que les activités régulées ne constituent qu'une partie des activités des opérateurs étudiés ; il relève d'autre part que les principaux opérateurs européens mènent à la fois des activités fixes et des activités mobiles. L'opérateur en déduit qu'il est difficile de définir des paramètres spécifiques aux activités fixes ou mobiles régulées à partir d'une étude de comparables.

##### III.a.1. La prime de marché

L'ARCEP a proposé de retenir pour la prime de marché une valeur comprise **entre 4,75% et 5,25%**.

Bouygues Telecom propose de fixer la prime de marché à **5,0%**. L'opérateur souligne qu'il s'agit de la valeur jusque-là retenue par l'ARCEP. Il relève également qu'il s'agit de l'hypothèse habituellement privilégiée par les régulateurs européens en citant une étude réalisée par l'ORECE fin 2013.

Orange demande d'évaluer la prime de marché à **6,0%** au lieu de 5,0%. L'opérateur affirme que la valeur retenue pour ce paramètre doit être appréciée au regard de l'hypothèse considérée pour le taux sans risque. L'opérateur précise que, pour la rentabilité du marché, qui correspond à la somme de ces deux paramètres, « *une valeur de long terme proche de 10% est communément admise par les experts en finance* », alors que l'Autorité retiendrait implicitement une valeur proche de 8,25%. Il soutient également qu'il existe une incohérence entre les horizons temporels retenus pour évaluer ces deux paramètres.

Iliad propose de fixer la prime de marché à **5,0%**. S'il considère qu'il est pertinent de conserver la valeur de très long terme jusque-là retenue par l'ARCEP, l'opérateur observe néanmoins sur les données de marché que la prime de marché a baissé entre 2012 et 2015.

TDF estime que la somme du taux sans risque et de la prime de marché doit être considérée comme fixe, à 8,5%. Ainsi, dans l'éventualité où le taux sans risque serait fixé à 3,5%, TDF propose de retenir une prime de marché de **5,0%**. A cet égard, TDF souligne que « *les analyses historiques de long terme convergent vers un consensus parmi les analystes financiers qui s'établit autour de 5,0%* ».

### **III.a.2. Le taux d'endettement et le coefficient de risque spécifique**

Dans le document de consultation publique, l'Autorité a traité conjointement le taux d'endettement et le coefficient de risque spécifique des fonds propres.

Pour les activités fixes régulées, l'Autorité a proposé de retenir respectivement, pour le levier financier et le coefficient de risque spécifique des fonds propres, des valeurs comprises **entre 35 % et 45 %** et **entre 0,8 et 0,9**.

Bouygues Telecom souhaite conserver le couple de valeurs retenu en 2011, à savoir un taux d'endettement de **40%** et un coefficient de risque spécifique de **0,8**. L'opérateur met en avant que le coefficient de risque spécifique de l'actif associé à ce couple d'hypothèses (0,48) est cohérent avec les valeurs de marché aux niveaux européen et national et avec la pratique de l'OFCOM, le régulateur britannique.

Dans l'éventualité où l'Autorité maintiendrait la distinction entre les activités fixes et mobiles régulées pour fixer le taux réglementaire de rémunération du capital, Orange serait favorable à un taux d'endettement fixé à **40%**. Si un taux unique était défini pour les activités fixes et mobiles régulées, Orange propose de retenir une valeur de **33%** pour le taux d'endettement. Pour le coefficient de risque spécifique des fonds propres, l'opérateur historique demande un retour à la valeur cible de **1,0** qui était retenue par l'Autorité jusqu'à fin 2011. L'opérateur considère que l'activité fixe n'est pas actuellement constitutive d'une valeur refuge pour des actionnaires et dresse, pour preuve, une liste de plusieurs « *incertitudes* » et « *bouleversements* » des marchés des télécommunications, notamment l'intensification de la pression concurrentielle (guerre des prix entre opérateurs privés et concurrence entre les réseaux privés et les réseaux d'initiative publique) et l'ampleur des investissements à réaliser dans les réseaux FTTH. Orange souligne également les positions de la Commission européenne qui souhaite « *redonner une certaine attractivité au secteur pour les marchés financiers* ».

Iliad analyse le bilan du groupe Orange sur les 5 dernières années et constate que le taux d'endettement de l'opérateur, calculé à partir de la dette nette, a varié entre 40% et 58%. Iliad demande que le taux d'endettement considéré pour les activités fixes soit plus conforme à ce qui est observé pour l'opérateur historique et qu'une valeur de **50%** soit retenue pour ce paramètre. L'opérateur est favorable au maintien d'une hypothèse de **0,8** pour le coefficient de risque spécifique des fonds propres. A cet égard, il met en avant la décision du régulateur belge, l'IBPT, qui a retenu une valeur de 0,78 sur le fondement d'une étude de comparables d'opérateurs quasi-exclusivement fixes. L'opérateur observe toutefois que la moyenne sur 5 ans s'élève à 0,36 sur les données de marché du groupe Orange.

Pour les activités de télédiffusion régulées, l'Autorité a proposé de retenir respectivement, pour le levier financier et le coefficient de risque spécifique des fonds propres, des valeurs comprises **entre 20 % et 40 %** et **entre 0,6 et 1,0**.

TDF analyse les données de marché d'un échantillon composé de trois *tower companies* américaines et d'un opérateur de télédiffusion européen. Pour le taux d'endettement, TDF demande qu'une valeur de **32%** soit considérée. Pour le coefficient de risque spécifique des fonds propres, TDF propose de retenir une valeur de **1,08**. Cette valeur est obtenue par TDF en travaillant sur 10 ans de données de marché de son échantillon d'opérateurs « comparables » afin de « *lisser l'évolution conjoncturelle récente* » caractérisée par « *une baisse des betas qui s'est accentuée depuis fin 2013* » ; les retraitements suivants sont opérés :

- pour chaque opérateur de l'échantillon, le coefficient de risque spécifique de l'actif moyen sur 10 ans est estimé à partir des données de marché moyennes sur 10 ans concernant le taux d'endettement et le coefficient de risque spécifique des fonds propres ;
- un taux d'endettement moyen sur 10 ans est calculé sur l'échantillon (32%) ;
- pour chaque opérateur, le coefficient de risque spécifique des fonds propres est retraité pour tenir compte de ce taux moyen ;
- la moyenne des coefficients de risque spécifique des fonds propres retraités est ensuite calculée sur l'échantillon ;
- le coefficient de risque spécifique des fonds propres retenu est le « beta ajusté » obtenu à partir des « beta brut » (dérivés des données historiques) selon la formule  $\beta_{ajusté} = 2/3 * \beta_{brut} + 1/3 * 1$ .

Pour sa part, Towercast a commenté l'estimation du coefficient de risque spécifique des fonds propres sous couvert du secret des affaires.

### **III.a.3. Le taux sans risque**

L'ARCEP a indiqué qu'elle pourrait considérer une valeur de taux sans risque comprise **entre 3,0% et 3,5%**.

Bouygues Telecom et Iliad sont défavorables à un changement de la méthode d'évaluation du taux sans risque. Ils s'opposent à l'intégration d'une composante prospective et souhaitent que, comme en 2013, l'ARCEP s'appuie sur la moyenne sur les 10 dernières années du TEC 10. Iliad et Bouygues Telecom proposent respectivement des valeurs de **3,0%** et **2,97%**. Bouygues Telecom s'inquiète que l'introduction d'une composante prospective proposée dans les projets de décision n'ait pour seul objectif de créer « *un mouvement artificiel de hausse* » dans un contexte de taux historiquement bas. L'opérateur souligne que l'extension à 10 ans de la période d'observation du TEC 10, intervenue en 2013, a déjà eu pour effet de produire une estimation élevée.

Orange retient dans les calculs qu'il présente une valeur de **3,25%** pour le taux sans risque au motif qu'il s'agit de la valeur moyenne de l'intervalle affiché dans les projets de décision.

TDF souhaite, dans un contexte de taux « *anormalement* » bas, que l'ARCEP adopte une approche de long terme. L'opérateur propose de retenir, pour le taux sans risque, une valeur de **3,5%** qui correspond à la moyenne sur les 10 dernières années du taux des OAT de maturité 20 ans.

#### **III.a.4. La prime de dette**

Pour les activités fixes régulées, l'ARCEP a proposé de considérer des primes de dette comprises **entre 1,0% et 1,3%**.

Orange considère que la prime de dette et le taux sans risque sont deux paramètres liés. Si la valeur du taux sans risque est fixée en suivant une approche de long terme, une hypothèse de prime de dette à 1% est pertinente. Pour la méthode proposée par l'Autorité, Orange estime que la somme de la prime de dette et du taux sans risque doit être égale au coût de la dette présentée dans son document de référence de 2014 (4,8%) ; une hypothèse de 3,25% pour le taux sans risque conduit à considérer une valeur de **1,5%** pour la prime de dette.

Iliad observe sur les données de marché une baisse, depuis 2012, des primes de dette moyennes des sociétés non-financières notées A et BBB. L'opérateur en déduit que l'Autorité doit retenir une valeur inférieure à celle retenue dans sa décision de 2013 ; Iliad considère que la prime de dette doit être inférieure à 1,0%. En observant les données de marché d'Orange, Iliad recommande de retenir une valeur de 3,4% pour le coût de la dette à émettre ; en retenant une valeur de taux sans risque de 3,0% comme préconisé par Iliad, cela revient à considérer une prime de dette de **0,4%**.

Pour les activités de télédiffusion régulées, l'ARCEP a proposé de considérer des primes de dette comprises **entre 1,1% et 1,5%**.

Au regard de la notation des entreprises de son échantillon de comparables, de celle que lui a accordée Standard & Poor's et de la pratique de l'OFCOM, TDF estime qu'il est pertinent de faire référence à une notation financière « *BBB-* » pour fixer la prime de dette. TDF, qui considère que la prime de dette et le taux sans risque sont deux paramètres liés, évalue le coût de la dette à émettre à 4,8% en retenant une approche de long terme. Ainsi, à titre d'exemple, si le taux sans risque est fixé à 3,0%, TDF souhaite une valeur de **1,8%** pour la prime de dette.

#### **III.b. Le calcul du coût global de la dette**

Dans la continuité de ses précédentes décisions, l'Autorité considère que le coût global de la dette correspond à une moyenne pondérée entre le coût de la dette préexistante et le coût de la dette à émettre évalué sur la période considérée, le coût de la dette préexistante étant évalué à sur le fondement des décisions réglementaires visant la période préalable.

Iliad et Bouygues Telecom sont défavorables à la référence aux précédentes décisions pour évaluer la dette préexistante au motif que cette méthode conduirait à une surévaluation de la

valeur réelle. Bouygues Telecom note dans les publications financières d'Orange que le coût moyen pondéré de son portefeuille obligataire, qui s'applique non seulement aux activités régulées en France, mais également à des activités non régulées, notamment hors de France, était de 4,78% à mi 2015. Dans ses calculs, l'opérateur utilise une valeur de **4,83%**.

#### IV. Fixation des taux réglementaires de rémunération du capital

Outre les commentaires qu'ils ont formulés sur les niveaux des différents paramètres intervenant dans le calcul du coût moyen pondéré du capital, les contributeurs se sont prononcés sur le niveau des taux réglementaires de rémunération du capital.

En premier lieu, les acteurs du marché ont donné leur appréciation des taux de rémunération du capital sur les activités fixes, mobiles et de télédiffusion régulées. Orange et TDF demandent à l'ARCEP de retenir des taux de rémunération du capital supérieurs aux valeurs mises en consultation publique, à l'inverse des opérateurs alternatifs convergents qui visent des valeurs inférieures.

Les propositions chiffrées des contributeurs sont présentées dans le tableau suivant.

	Orange	Iliad	Bouygues Telecom	TDF	Towercast	Pour rappel, ARCEP
Fixe	11,15%	8,1%-8,2%	8,5%	/	/	8,5%-8,8%
Mobile	/	/	/	/	/	9,5%-10,0%
Télédiffusion	/	/	/	11,0%	/	9,2%-9,8%

En second lieu, les acteurs du marché ont donné leur appréciation des taux de rémunération du capital sur d'autres périmètres d'activités régulées (voir II).

	Orange	Iliad	Bouygues Telecom
Ensemble des activités fixes et mobiles régulées	11,5%	/	/
Génie civil	/	Environ 6%	5%-6%
Câbles	/	/	Environ 7%
Blocs de fréquences, réseaux mobiles, cœurs de réseau fixes	/	/	9%