

Décisions fixant le taux de rémunération du capital employé pour les obligations comptables et l'encadrement tarifaire des activités régulées fixe, mobile et de diffusion hertzienne terrestre

Synthèse de la consultation publique menée du 30 novembre 2012 au 2 janvier 2013

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, le cas échéant, des 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 à l'article D. 311 du code des postes et communications électroniques (CPCE).

Cette notion de rémunération raisonnable est précisée à l'article D. 312 du même code : 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 30 novembre 2012 au 2 janvier 2013, l'Autorité a mis en consultation publique les projets de décisions fixant les taux réglementaires de rémunération du capital pour les activités fixe, mobile et de diffusion hertzienne terrestre pour les années 2013 à 2015.

L'Autorité sollicitait l'avis des acteurs des secteurs concernés sur l'ensemble des projets de décision.

L'Autorité a reçu des contributions de Bouygues Télécom, France Télécom, Iliad, Numéricable, SFR, TDF et de towerCast.

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.

1. Positionnement général des réponses

Sept acteurs ont apporté des réponses à la consultation publique, en se concentrant soit sur les activités fixes, soit sur les activités de diffusion hertzienne terrestre. Il s'agit des opérateurs historiques régulés France Télécom et TDF, des opérateurs alternatifs Bouygues Télécom, Iliad, SFR et towerCast, et de Numéricable.

Pour élaborer sa réponse, TDF a fait appel au cabinet de conseil en économie MAPP.

Les commentaires des opérateurs régulés ont pour objectif d'augmenter les taux de rémunération du capital prévus dans les projets de décisions mis en consultation publique. A l'inverse, les commentaires des opérateurs alternatifs visent à les diminuer.

	ByT	FT	Iliad	SFR	Numéricable	TowerCast	TDF	Pour rappel, ARCEP
Fixe	6,4%	12,4%	6,0%	6,3%	16,1%	/	/	9,5%
Diffusion hertzienne terrestre	/	/	/	/	/	9,4%	12,0%	10,4%

Figure 1 : Tableau récapitulatif des taux proposés par les acteurs

2. Niveau des différents paramètres

1. La prime de marché

L'ARCEP a proposé **5,0%** pour la prime de marché.

Bouygues Télécom ne commente pas la valeur proposée et reprend à son compte la valeur de 5,0%.

France Télécom demande d'évaluer la prime de marché à **6,0%** au lieu de 5,0%. L'opérateur affirme qu'« une valeur de long terme de 10% est communément admise par les experts en finance » pour la rentabilité du marché, alors que l'Autorité retient implicitement une valeur de 8,7%. La modification du mode d'évaluation du taux sans risque n'est pour lui qu'une réponse partielle au biais résultant de l'incohérence des horizons temporels d'évaluation des différents paramètres.

Iliad ne commente pas la valeur proposée pour la prime de marché et reprend à son compte la valeur de **5,0%**.

Numéricable estime que la prime de marché retenue par l'ARCEP n'est pas conforme à l'observation : selon l'opérateur, la prime de marché s'est établie à 8,44% en moyenne sur 2012. Numéricable propose de retenir une valeur supérieure à 5,0% et « raisonnablement » égale à **8,0%**.

SFR considère qu'aucune raison ne justifie que l'ARCEP et la CRE retiennent des niveaux différents pour la prime de marché. Notant que la prime de marché utilisée par la CRE est de 4,5%, l'opérateur propose que l'ARCEP retienne une prime intermédiaire de **4,75%**.

TowerCast souligne que la prime de marché de **5,0%** proposée par l'ARCEP est cohérente avec ses précédentes décisions.

TDF estime que la somme du taux sans risque et de la prime de marché doit être considérée comme fixe, à 9,0% - ce qui revient à retenir une prime de marché de **5,3%**.

Commentaire : L'Autorité estime que les réponses ne conduisent pas à remettre en cause la référence à une moyenne de très long terme pour la prime de marché, qui permet de s'affranchir des contingences et des incertitudes susceptibles d'affecter l'estimation de la valeur de ce paramètre prospectif. Dans la décision définitive, la prime de marché a donc été maintenue à 5,0 %.

2. Le coefficient de risque spécifique (β)

L'ARCEP a proposé un β de **0,8** pour l'ensemble des activités.

Bouygues Télécom considère que le beta proposé par l'Autorité ne correspond ni à la nature des actifs régulés, ni à la valeur observée pour France Télécom sur les marchés financiers (sans préciser la méthodologie de calcul retenue, Bouygues considère que le beta réel de France Télécom est de 0,52). L'opérateur propose de retenir un beta de **0,5** pour les activités fixes régulées. Au surplus, Bouygues Télécom estime que l'Autorité ferait une erreur méthodologique en fixant le taux de rémunération du capital sur le fondement des paramètres financiers de la société cotée France Télécom, alors que seule l'activité en monopole devrait être prise en compte.

France Télécom demande un retour à la valeur cible de **1,0** au lieu de 0,8. L'opérateur considère que l'activité fixe n'est pas constitutive d'une valeur refuge pour des actionnaires et que l'évolution récente du beta à la hausse (aboutissant à une valeur supérieure à 1 très récemment) est la réponse à l'arrivée d'un 4^{ème} opérateur mobile et à l'évolution des positions de la commission européenne destinée à « redonner une certaine attractivité au secteur pour les marchés financiers ».

Iliad demande que l'Autorité retienne un beta compris **entre 0,3 et 0,5** au lieu de 0,8. L'opérateur, qui analyse les données de marché réelles de France Télécom, estime que son beta est relativement stable et faible, compris entre 0,25 et 0,4 depuis 4 ans.

Numéricable indique que le beta de France Télécom a continuellement augmenté depuis 2007, dépassant la valeur de 1,0 depuis le deuxième semestre de 2012. L'opérateur estime que le beta des activités fixes régulées repose principalement sur le risque lié à la boucle locale cuivre, qui est fort et augmente compte tenu du fait que les actifs sont en fin d'utilisation et risquent de ne pouvoir être complètement amortis avec le déploiement de la fibre. Finalement, Numéricable propose de retenir un beta de **1,2** pour 2013 et un beta supérieur pour 2014 et 2015.

SFR considère que l'activité liée à la boucle locale fixe est très peu sensible à l'activité économique générale et juge que le beta actuel de France Télécom constitue un majorant du beta de ses activités fixes régulées. SFR relève que le site Internet du fournisseur de données financières Reuters affichait un beta de 0,38 pour France Télécom au 2 janvier 2013. SFR en déduit que le beta utilisé pour l'évaluation du taux de rémunération réglementaire du capital employé pour les activités fixes ne peut être supérieur à **0,4**.

TowerCast juge pertinente l'analyse faite par l'ARCEP pour l'estimation du coefficient de risque spécifique de l'activité d'exploitation des sites non répliquables et ne remet pas en cause la valeur de **0,8**. Toutefois, TowerCast considère que le taux établi pour la rémunération du capital employé pour la diffusion hertzienne terrestre sur les sites non répliquables de TDF ne peut servir à évaluer la rémunération du capital employé sur les sites répliquables.

Reprenant un argumentaire développé lors de la consultation publique de 2012, et en particulier une analyse d'opérateurs « comparables », TDF estime que le beta de long terme applicable au secteur de la diffusion hertzienne terrestre est **supérieur à 1,0** et non égal à 0,8. L'opérateur conteste à nouveau l'alignement opéré par l'Autorité en 2012 entre la diffusion hertzienne terrestre et les activités fixe et mobile, qui supporteraient un risque non diversifiable moindre, comme l'illustrerait l'étude de comparables. Par ailleurs, il juge que la valeur de 0,8 est une valeur de court terme, et qu'ainsi elle jouerait en sa défaveur.

Commentaire : L'Autorité précise que la valeur retenue pour le beta n'a pas vocation à refléter fidèlement le beta de l'opérateur régulé mais s'appuie également, conformément au CPCE, sur l'analyse du risque que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France. Il dépend aussi des choix effectués en matière de levier financier (voir ci-dessous). Par ailleurs, l'Autorité rappelle que, dans son approche, le beta est un paramètre de très long terme qui n'a pas vocation à être modifié à chaque exercice.

3. Le levier financier

L'ARCEP a proposé un levier de **40%** pour les activités fixe et **23%** pour les activités mobiles et de diffusion hertzienne terrestre.

Bouygues Télécom note que la structure des capitaux de France Télécom est stable depuis plusieurs années, avec un levier de **57%**. L'opérateur estime que la référence à une valeur cible de 40% n'est pas justifiable. D'une part, elle serait atypique dans le cadre d'infrastructures de réseau en monopole ; d'autre part, si l'opérateur régulé devait chercher à atteindre cette cible, il renchérirait son coût du capital, ce qui limiterait le volume des investissements sur des projets rentables, en contradiction avec les objectifs de la régulation. De plus, selon l'interprétation de Bouygues Télécom, la décision du Conseil d'Etat du 28 novembre 2012 concernant les troisièmes tarifs d'utilisation des réseaux publics d'électricité rappelle la nécessité de prendre en compte, pour l'évaluation du coût moyen pondéré du capital, la structure de financement réelle de l'opérateur régulé.

France Télécom propose de faire converger les leviers financiers des activités fixe et mobile. L'opérateur propose de retenir une valeur intermédiaire entre les valeurs proposées par l'Autorité pour les deux activités (**33%** au lieu de 40% pour le fixe et 23% pour le mobile).

Iliad analyse le bilan réel de France Télécom sur les 3 dernières années et constate que l'endettement de l'opérateur est supérieur au levier retenu par l'Autorité. Iliad demande que le levier considéré pour les activités fixes soit plus conforme à la réalité observée et que le taux de **50%** soit retenu.

Numéricable demande que le levier financier pour l'activité fixe soit abaissé à **30%** compte tenu du risque accru de l'activité d'exploitation de la boucle locale.

SFR souhaite que le levier financier pris en compte corresponde au levier effectif de l'opérateur régulé, soit **48%**.

TowerCast note que la structure d'endettement proposée par l'Autorité pour la diffusion hertzienne terrestre, **23%**, s'inscrit dans la continuité de ses précédentes décisions.

TDF ne demande pas de modification de la valeur de **23%** proposée pour le levier financier de l'activité de diffusion hertzienne terrestre.

Commentaire : L'Autorité considère que l'analyse de l'endettement des entreprises du secteur ne conduit pas à remettre en cause les niveaux de levier financier génériques proposés, que ce soit à court terme (1 an) ou à plus long terme (10 ans).

4. Le taux sans risque

L'ARCEP a proposé une valeur de **3,7%** pour le taux sans risque.

Bouygues Télécom est défavorable à la méthode proposée par l'ARCEP. Il propose de considérer une moyenne sur les 3 dernières années du TEC 10, aboutissant à la valeur de **2,8%**. L'opérateur estime que l'Autorité a modifié la période d'évaluation du taux sans risque parce que le faible niveau de la valeur du TEC10 sur les 12 derniers mois lui semblait conjoncturel.

France Télécom ne demande pas de modification de la valeur du taux sans risque.

Iliad demande que le taux sans risque soit évalué à **2,6%** au lieu de 3,7%. L'opérateur considère que la valeur proposée n'est pas conforme à l'observation de court terme.

Numéricable ne se prononce pas sur la valeur du taux sans risque.

SFR considère que l'allongement de la période de référence pour l'évaluation du taux sans risque constitue un changement de méthode « en cours de route », et introduit un biais réglementaire en faisant bénéficier France Télécom une seconde fois de taux déjà pris en compte au titre des années

précédentes. Par ailleurs, l'opérateur considère qu'une approche de long terme doit être prospective plutôt qu'historique, et ne peut par conséquent s'appuyer sur une moyenne de taux passés. Notant qu'un taux prévisionnel de 2,9% est retenu pour les OAT 10 ans dans le projet de loi de finances pour 2013, SFR demande que le taux sans risque soit fixé à **2,9%**.

TowerCast constate l'évolution à la baisse de l'indice TEC10 en 2012, mais également sur plus long terme. L'opérateur ne comprend pas la proposition de l'Autorité d'allonger la période d'évaluation du taux sans risque ; il considère que ce changement de méthode est contraire aux objectifs de continuité que l'Autorité s'est assignés et recommande de retenir un taux compris **entre 3,0%** (moyenne de l'indice TEC10 sur 3 ans) **et 3,4%** (moyenne sur 5 ans), en fonction de la durée de la validité de la décision adoptée.

TDF ne demande pas de modification de la valeur de **3,7%** proposée pour le taux sans risque. L'opérateur note que le passage à une évaluation du taux sans risque sur la base d'une période de 10 ans corrige un biais qui pouvait apparaître dans le calcul du taux de rémunération du capital avec l'appréciation de certains paramètres sur le court terme et d'autres sur le très long terme.

Commentaire : L'Autorité estime que les réponses ne conduisent pas à remettre en cause sa proposition de se référer à une valeur de long terme pour le taux sans risque afin de prendre en compte la corrélation de ce paramètre avec la prime de marché.

5. La prime de dette

L'ARCEP a proposé des primes de dette de **1,4%** pour le fixe et de **0,7%** pour le mobile et la diffusion hertzienne terrestre.

Bouygues Télécom se fonde sur les émissions obligataires de France Télécom sur la période 2010-2012 pour mesurer la prime de dette applicable aux activités fixes régulées. Avec un taux sans risque de 2,8%, l'opérateur estime que la prime de dette de l'opérateur historique ressort à **0,72%**. De plus, Bouygues Télécom relève que France Télécom est notée A- par S&P notamment en raison de la présence de l'Etat à hauteur de 27% dans le capital et juge qu'il n'y a pas lieu de retenir une prime de dette correspondant à une société non financière notée BBB pour les activités fixes régulées

France Télécom propose de retenir une valeur intermédiaire commune aux deux activités de **1,0%**. L'opérateur ne commente pas les hypothèses de notation financière faites par l'Autorité.

Iliad demande que l'ARCEP évalue, dans le cas des activités fixes, la prime de dette à **0,7%**. L'opérateur s'appuie sur la notation financière réelle de France Télécom (A- en moyenne au lieu de BBB dans le projet de décision) et sur la prime de dette qu'elle a effectivement payée récemment pour demander une baisse de la prime de dette retenue pour la fixation du taux réglementaire pour les activités fixes. Iliad analyse le coût de la dette réel de France Télécom (3,82% pour les nouvelles émissions au premier semestre de 2012, 5,24% en moyenne sur le stock de dette au 3ème trimestre de 2012) et conclut de la tendance à la baisse au cours des dernières années qu'il serait raisonnable de prendre en compte un coût total de la dette de 5,0%.

Numéricable ne se prononce pas sur la valeur de la prime de dette proposée pour le fixe.

SFR considère qu'il n'y a pas lieu de retenir une prime de dette correspondant à une société non financière notée BBB pour les activités fixes régulées dans la mesure où les activités en monopole historique de France Télécom sont moins risquées que celles de France Télécom Orange dans son ensemble. Notant que Markit/Iboxx affiche une prime de dette de **1,0%** pour les entreprises notées A, SFR propose de retenir cette valeur.

TowerCast ne fait pas de commentaire sur la notation financière appropriée pour l'activité de diffusion hertzienne terrestre, et ne se prononce pas sur la valeur proposée pour la prime de dette correspondante.

TDF, sans remettre en cause la structure d'endettement cible, estime que la référence à la notation financière « A » n'est pas pertinente pour la diffusion hertzienne terrestre. L'opérateur considère que la notation résulte non seulement de la structure d'endettement, mais également du risque de l'activité,

la diffusion hertzienne terrestre étant de son point de vue plus risquée que les communications électroniques interpersonnelles fixes. TDF estime que la prime de dette applicable à la diffusion hertzienne terrestre doit être identique à celle applicable aux activités fixes (1,4%).

Commentaire : Les commentaires apportés ont conduit l'Autorité à modifier le projet de décision concernant les activités fixes régulées s'agissant du coût de la dette à émettre. L'ARCEP a retenu une prime de dette de 1,0 % correspondant à celle d'une société non financière notée BBB+ (le projet initial soumis à consultation prévoyait une prime de dette de 1,4% correspondant à celle d'une société non financière notée BBB).

3. Autres

1. La fiscalité

L'Autorité a pris en compte le plafonnement de la déductibilité des intérêts d'emprunt introduit par la loi de finances pour 2013.

SFR juge qu'en répercutant le plafonnement de la déductibilité des charges financières dans le calcul des taux de rémunération réglementaires du capital, l'Autorité va à l'encontre de la volonté du législateur, rendant France Télécom « totalement insensible aux mesures fiscales ». SFR estime que la modification fiscale doit peser intégralement sur France Télécom.

Commentaire : Avec la méthodologie retenue par l'Autorité, la modification fiscale pèse sur l'ensemble des opérateurs, y compris France Télécom, au pro rata de l'utilisation qu'ils font des actifs de la boucle locale de l'opérateur historique.

2. Le coût de la dette

Bouygues Telecom note dans les publications financières de France Télécom 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 5,28% à fin 2011 ; il propose par conséquent de retenir une valeur de 4,8% pour le coût du stock de dette.

TowerCast estime que l'Autorité introduit un changement de méthode pour le calcul du coût de la dette en prenant en compte le coût de la dette passée plutôt que le seul coût de la dette à émettre. TowerCast considère que ce changement de méthode est contraire aux objectifs de continuité que l'Autorité s'est assignés.

Commentaire : Le coût du stock de dette présenté dans les publications financières est un coût après impôts ; cet indicateur n'apparaît pas dans les décisions de l'Autorité ; le coût du stock de dette pour l'activité fixe peut cependant être calculé à partir des autres paramètres, ce qui aboutit à la valeur de 5,4% à fin 2012. Par ailleurs, la prise en compte explicite de la dette passée date de 2010.

3. La durée de validité des taux de rémunération adoptés

Bouygues Télécom note que le rythme de mise à jour des taux de rémunération réglementaires est passé de 2 à 1 an lors du précédent exercice, et considère que la proposition de passer à un rythme triennal constitue un nouveau changement de cap qui ne favorise pas la prévisibilité du cadre. Sur le fond, l'opérateur ne s'oppose cependant pas à ce changement, à condition qu'il ne s'agisse pas d'entériner pour 3 ans ce qui apparaît à l'opérateur comme des erreurs manifestes dans l'évaluation des taux.

France Télécom est favorable à une évaluation du taux pour 3 ans et souligne la nécessité de se référer à des paramètres de long terme pour éviter des à-coups tous les 3 ans.

Iliad souhaite maintenir la révision annuelle des taux réglementaires de rémunération du capital, que l'opérateur trouve cohérente avec le rythme de parution des offres de référence et des comptes

réglementaires. L'opérateur craint que l'allongement de la période de fixation du taux réglementaire de rémunération du capital vise à prolonger la surévaluation qu'il constate. L'opérateur considère qu'une révision annuelle du taux produit suffisamment de stabilité et de prévisibilité.

Numéricable ne s'oppose pas à ce que l'Autorité fixe dès aujourd'hui les taux de rémunération valables jusqu'en 2015, ce qui permettra de donner de la visibilité au secteur, mais souhaite que ces taux augmentent au cours de la période.

SFR rappelle que le rythme de mise à jour des taux de rémunération réglementaires est passé de 2 à 1 an lors du précédent exercice, en conformité avec sa propre demande. L'opérateur estime que l'évaluation du taux doit reposer sur les « informations les plus précises et les moins contestables possibles », et souhaite le maintien du rythme annuel de fixation des taux de rémunération réglementaires.

TowerCast note le surcroît de visibilité qu'engendrerait la fixation d'un taux de rémunération du capital pour 3 ans, mais craint son association avec une surévaluation de certains paramètres, et propose de mettre en place un « mécanisme de provision avec une clause de rendez-vous » qui permettrait la restitution du trop-perçu éventuel, à proportion de la contribution passée de tous les opérateurs.

TDF ne commente pas l'allongement proposé de la durée de validité des taux réglementaire de rémunération du capital.

Commentaire : L'Autorité considère que les réponses ne conduisent pas à revenir sur la proposition d'établir des taux de rémunération réglementaires du capital valables pour 3 ans.