



Fixation des taux réglementaires de rémunération du capital pour les activités fixes régulées à compter de l'année 2024 / Projet de décision

Consultation publique du 22 mai au 23 juin 2023

Réponse du Groupe Orange

Les passages entre crochets [] sont confidentiels

Contacts :
olivier.dezetave@orange.com
fadhel.lakhoua@orange.com

Lien vers la consultation :
<https://www.arcep.fr/actualites/les-consultations-publiques/p/gp/detail/consultation-projdec-taux-remuneration-capital-2024-fixe-mai2023.html>

Synthèse

L'Arcep a mis en consultation publique le 22 mai dernier un projet de décision fixant le taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités fixes régulées, à compter de l'année 2024. La fourchette de coût moyen pondéré du capital (CMPC) publiée se situe entre 4,2% et 6,9% (nominal avant IS). Pour la détermination du CMPC réel, l'Arcep envisage de retenir l'inflation prévisionnelle à 5 ans de la BCE ; les taux réels avant impôt en résultant se situent entre 2,1% et 4,7%. Le projet de décision fournit par ailleurs des fourchettes pour chacun des autres paramètres constitutifs du CMPC ; l'Arcep indiquant dans son projet de décision qu'elle pourra adapter ces valeurs pour prendre en compte les éléments publiés par le BEREC dans son rapport annuel sur le calcul des paramètres du CMPC. Ce rapport a depuis été publié, le 14 juin 2023.

Le véritable coût du capital d'Orange dépasse le haut de fourchette soumise à consultation. Par conséquent, Orange fait part de ses plus vives réserves sur les paramètres publiés. Orange s'étonne en particulier que l'Arcep publie des valeurs de CMPC dont les points bas se traduiraient par une baisse du taux régulé par rapport à la décision de 2020 – déjà sous-évalué par rapport au coût du capital de l'entreprise - alors même que le contexte macro-économique et de marché a radicalement changé depuis et que la remontée importante constatée de l'inflation et des taux d'intérêt ne peut qu'entraîner une augmentation du coût du capital.

Dans ces conditions, Orange demande instamment à l'Arcep de fixer le coût du capital réglementaire à un niveau :

- reflétant correctement le contexte macro-économique, dont l'Arcep indique à juste titre que « les effets s'inscrivent sur la durée » ;
- et mettant un terme à la sous-évaluation manifeste du coût du capital régulé d'Orange, à l'encontre du principe de couverture des coûts et de la nécessité d'accorder une « rémunération raisonnable des capitaux investis », tel que prévu dans l'article D.311 du CPCE qu'a rappelé l'Arcep dans sa consultation (1.1 Cadre légal et réglementaire national).

S'agissant des paramètres spécifiques à l'entreprise, Orange s'interroge sur les valeurs publiées récemment par le BEREC qui semblent sous-évaluer le risque du secteur des télécommunications. Si l'Arcep devait retenir les calculs de l'Arcep, elle doit *a minima* procéder à un calcul pondéré par les capitalisations boursières des comparables et exclure de l'échantillon trois acteurs (Telenor, Digi, Telenet) dont le profil de risque est sensiblement différent et biaise à la baisse les calculs de moyenne. D'ailleurs, le régulateur italien AGCOM a procédé à un tel ajustement de l'échantillon des comparables dans sa décision récente sur le CMPC (Décision 132/23 du 31 mai 2023). Ces ajustements aboutissent à une évaluation du bêta des fonds propres de 0,71. Cette valeur, même corrigée ainsi, reste néanmoins inférieure au bêta sectoriel des fonds propres selon les évaluations internes d'Orange.

L'Arcep devrait adopter une décision qui envoie un signal incitatif à l'investissement et qui mette un terme à la sous-rémunération des activités d'Orange qui entraîne, de fait, un transfert artificiel de valeur vers les opérateurs tiers, au détriment d'Orange.

Indépendamment des questions de niveau des paramètres, Orange considère nécessaire de fixer le CMPC en termes réels, comme l'envisage en théorie l'Arcep. Pour ce faire, la méthode de



valorisation des actifs de la boucle locale doit continuer à porter la véritable inflation subie par ces actifs et non l'inflation anticipée à cinq ans. A défaut, cette erreur méthodologique reviendrait à fixer le CMPC en termes nominaux uniquement et, dans le contexte d'inflation plus élevée que les anticipations à cinq ans, à sous-rémunérer les actifs régulés.

Orange, à l'appui de cette réponse, fournit également une expertise externe, jointe en annexe 2.

Réponses d'Orange aux questions posées dans le document de consultation

Question 1 : Avez-vous des observations sur la méthode envisagée ?

S'agissant du taux sans risque, l'Arcep envisage d'appliquer une méthodologie similaire à celle adoptée par le régulateur espagnol CNMC, à savoir une moyenne arithmétique entre i) la moyenne sur 5 ans au 31 mars 2023 des obligations d'Etat françaises à maturité résiduelle de 10 ans et ii) la moyenne des rendements de ces obligations depuis le premier avril 2023 jusqu'au mois d'août. Ce faisant, l'Arcep retiendrait une fourchette pour le taux sans risque entre 1,62% et 1,89%.

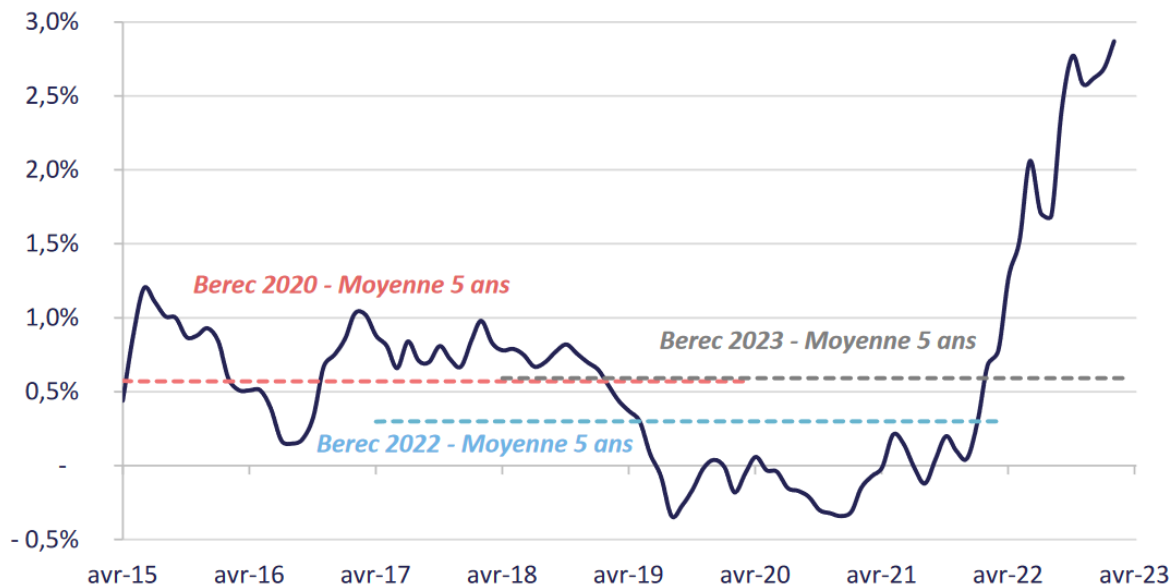
Depuis plusieurs années, l'approche préconisée dans la Notice – certes non-contraignante – de la Commission européenne, basant le taux sans risque sur la moyenne des cinq années passées, aboutit à des valeurs extrêmement faibles pour ce paramètre structurant du CMPC, car reflétant la période révolue d'inflation faible et de politique monétaire d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*). Dans le contexte de forte inflation, de resserrement monétaire et de remontée soutenue et durable des rendements des obligations d'Etat qui entraînent un découplage entre la moyenne des taux à long terme et les taux spot, il est désormais indispensable de s'éloigner de cette méthode de calcul. Différents régulateurs dont la BNetzA et la CNMC ont d'ores et déjà adapté leur approche calculatoire pour fixer le CMPC et Orange prend bonne note du fait que ce changement de méthode est désormais également envisagé par l'Arcep.

Orange souhaite néanmoins rappeler que la CNMC a adapté sa méthode de calcul durant le second semestre 2022. Depuis lors, les pressions inflationnistes ont perduré, la remontée des taux d'intérêt et le durcissement monétaire se sont poursuivis et, comme rappelé supra, les effets du contexte macro-économique s'inscrivent dans la durée. La cible d'inflation de la BCE ne sera pas atteinte en 2024, ni en 2025. Ainsi, dans sa communication du 15 juin 2023, la BCE a revu à la hausse la prévision d'inflation 2024, à 3%.

Le niveau actuel d'équilibre des rendements des obligations à long terme françaises de maturité 10 ans fluctue, de façon persistante, autour de 3%. Si la méthode de la CNMC apportait une amélioration au moment où elle a été adoptée, elle est désormais dépassée par les conditions macro-économiques et de marché. En effet, cette méthode continue à accorder une pondération trop importante aux valeurs passées, observées dans le contexte d'inflation faible et de taux d'intérêt bas. Elle doit donc être corrigée afin de refléter le contexte actuel et les circonstances nationales.

Orange considère que le taux d'intérêt sans risque doit être fixé à une valeur de l'ordre de 3%, cohérente avec les observations les plus récentes de marché (voir graphe au point 4.2a) et le contexte macro-économique. Le haut de fourchette envisagée par l'Arcep – 1,89% – sous-évalue le taux sans risque. Le graphique publié par l'Arcep illustre parfaitement ce point. Une telle valeur aboutirait à une forte sous-évaluation du coût du capital.

Evolution du rendement des obligations d'Etat avec une échéance de maturité résiduelle de 10 ans - France



Graphique 1¹⁴

Question 2 : Avez-vous des observations à apporter sur le choix de l'inflation prévisionnelle pour la détermination du taux réel de rémunération du capital à partir du taux nominal de rémunération du capital ?

En toute rigueur méthodologique, le paramètre d'inflation retenu pour passer du CMPC nominal au réel devrait être cohérent avec la maturité retenue – 10 ans – pour les obligations d'Etat évaluant le taux sans risque. Le choix de l'inflation BCE 5 ans est donc plus approprié que des indices d'inflation de plus court terme. Corrélativement, le couple de valeurs retenues pour le taux sans risque nominal et l'inflation devrait également être cohérent. Or, ce n'est pas le cas dans le projet de décision qui, comme rappelé supra, retient pour le taux sans risque nominal des valeurs reflétant encore, pour une très large mesure, les données révolues d'inflation et de taux bas.

Pour que l'inflation en France revienne aux niveaux anticipés à cinq ans – quasi-identiques à la valeur objectif de l'inflation en zone euro, soit 2% – la BCE doit prolonger son durcissement monétaire et les taux d'intérêt à long terme ne devraient pas refluer dans les prochaines années. Orange demande donc à l'Arcep de retenir un couple inflation / taux sans risque cohérent. L'annexe 2 jointe produit une expertise externe permettant d'étayer ce point. Le choix de l'inflation BCE cinq ans est cohérent avec les valeurs spot actuelles des rendements des OATs à 10 ans (3%) et non avec la fourchette entre 1,62% et 1,89% publiée dans le document de consultation.

Question 3 : Avez-vous des observations à apporter sur cette approche envisagée ?

En complément de la position d'Orange concernant la méthode de valorisation des actifs de la boucle locale de cuivre, développée à la fin de la présente réponse, Orange demande que le point 5.2 et la référence à la note de bas de page n°32, envisageant une modification de la décision n°

05-0834, soient supprimés. Un tel changement consisterait à transférer le risque inflation sur Orange et entraînerait une sous-couverture des coûts. Comme il convient toutefois que la décision précise quelle hypothèse d'inflation retenir pour les éléments de comptabilisation des coûts prévisionnels, Orange propose de rédiger le dispositif de la future décision de la manière suivante :

Article 1. Les taux de rémunération du capital nominal et réel avant impôts utilisés pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées sont respectivement de [x] % et [y] % à compter de l'année 2024.

Pour chaque année, le taux de rémunération du capital réel avant impôts utilisé pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs dans le respect des obligations tarifaires des activités fixes régulées est celui mentionné au premier alinéa et la prévision d'inflation est celle publiée par la Banque de France.

Les sections suivantes présentent les observations détaillées d'Orange sur le projet de décision et sur les valeurs de chacun des paramètres constitutifs du CMPC.

1. A propos du cadre juridique

1.1 Cadre légal et réglementaire national

Orange souscrit bien évidemment au cadre légal et réglementaire rappelé par l'Arcep et en particulier les articles D.311 du CPCE.

Dans sa consultation, l'Autorité rappelle qu'en application de l'article D. 311 du CPCE, elle veillera à ce que « *les méthodes retenues promeuvent l'efficacité économique, favorisent une concurrence durable et optimisent les avantages pour le consommateur, tout en assurant une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru.* »

Orange rappelle que la recherche d'efficacité économique et d'avantages/d'innovations pour le consommateur nécessitent de favoriser le maintien d'un haut niveau d'investissement de la part des opérateurs. Or, la fourchette basse soumise à consultation, qui plus est dans un contexte de retour d'un niveau significatif d'inflation susceptible d'être durable, constitue clairement un niveau de rémunération visant à décourager l'investissement et la prise de risques.

1.2 La communication de la Commission européenne du 6 novembre 2019

Comme en 2020, Orange confirme son adhésion aux quatre principes édictés par la Commission, à savoir : « *cohérence de la méthode ; prévisibilité de la régulation ; promotion des investissements efficaces et transparence de la méthode* » pour estimer un « *retour sur investissement raisonnable* ».



Sur le plan théorique, le recours au MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) pour calculer le coût du capital des activités régulées, comme le recommande la Commission, n'appelle pas davantage de commentaire particulier de la part d'Orange qu'en 2020.

1.3 Rapports annuels du BEREC

Orange a bien noté le recours aux données et paramètres produits annuellement par le BEREC pour estimer certaines évaluations de fourchettes des composantes du CMPC.

Orange rappelle néanmoins l'incohérence dans les calculs faits consistant à additionner une prime de risque calculée sur un siècle et un taux d'intérêt sur une moyenne plus courte, alors même que le CMPC et le modèle sous-jacent du MEDAF sont fondées sur une méthodologie prospective visant à estimer les attentes d'un investisseur raisonnable.

2. A propos du Champ d'application de la décision

2.1 Périmètre des activités concernées

Comme dans sa décision de 2020, l'Autorité retient un taux commun pour l'ensemble des activités fixes régulées, y compris l'accès aux infrastructures de génie civil, conformément à la recommandation de la Commission et à la pratique des autres régulateurs européens. Orange souscrit pleinement à la position de l'Arcep sur ce point.

2.2 Détail des offres visées

Orange n'a pas de remarques sur le rappel de ses obligations liées aux analyses de marché en cours.

Orange a bien noté le rappel de l'Autorité que « *dans le cadre des analyses des marchés du prochain cycle (2024-2028), des obligations comptables et tarifaires faisant appel au taux de rémunération du capital pourront être ajoutées, révisées ou supprimées* ».

2.3 Durée d'application

Dans sa précédente décision en 2020, l'Arcep faisait référence à la Communication de la Commission européenne du 6 novembre 2019 qui préconisait une « *mise à jour annuelle de la valeur nationale du CMPC pour tenir compte de la conjoncture économique* ». Dans ce cadre, l'Autorité a fixé le taux de rémunération du capital « *à compter de l'année 2021* », en se donnant la possibilité de « *mettre à jour ultérieurement ce taux pour tenir compte de l'évolution du contexte économique* ».

Orange rappelle que malgré la possibilité que s'était donné l'Arcep dans cette décision, et alors même que le taux de CMPC réel 2023 est tombé à 0.48% (compte tenu de la prévision d'inflation de 4,30% retenue dans le Projet de Loi de Finances 2023), l'Arcep a refusé de mettre à jour son taux de CMPC nominal.

3. A propos des éléments d'appréciation sur le calcul du coût moyen pondéré du capital

3.1 La prise en compte de la communication de la Commission

L'Arcep indique, dans la continuité de sa décision précédente, qu'elle s'appuie sur la communication de la Commission de 2019 et « *estime pertinent d'utiliser les moyennes effectuées sur 5 ans pour le calcul des paramètres taux sans risque et prime de dette* ».

Dans sa décision précédente, l'Arcep avait rappelé la préconisation de la Commission d'une « actualisation de l'ensemble des paramètres, même de long terme ». Comme indiqué précédemment, l'Autorité n'a cependant pas procédé à une telle actualisation depuis sa décision de 2020.

Concernant la position d'Orange à-propos de la référence des « *moyennes 5 ans pour le calcul des paramètres taux sans risque et prime de dette* », elle est développée au point 4.2 de cette réponse.

3.2 La référence à un modèle financier

Comme indiqué au point 1.2, Orange n'a pas de commentaire particulier, sur le plan théorique, s'agissant du recours au MEDAF préconisé par la Commission.

4. A propos du calcul du coût moyen pondéré du capital

4.1 Méthodologie

Dans sa réponse à la consultation de 2020, Orange indiquait déjà que la durée de cinq ans pour la moyenne du « taux sans risque » était inappropriée pour calculer le CMPC devant servir à l'évaluation du financement d'investissements de long terme.

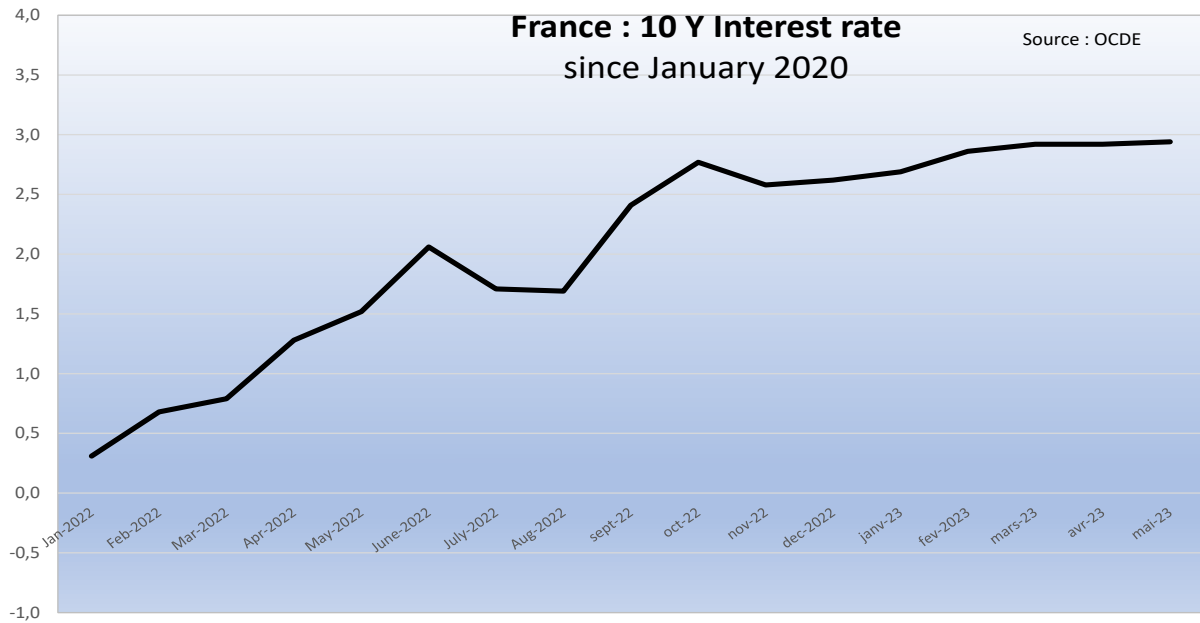
4.2 Evaluation des paramètres rendant compte des conditions générales

a) Le taux sans risque (RFR)

En 2020, Orange avait rappelé le contexte de la politique de taux très bas, voire négatifs, du « Quantitative Easing (QE) », menée par la Banque Centrale Européenne depuis mars 2015 (voir le graphe au point 20 de l' Annexe 2).

Dans ce contexte, le calcul de l'Autorité, basé sur le rendement des obligations d'Etat avec une échéance de maturité résiduelle de 10 ans, sur la base d'une moyenne des rendements constatés sur les cinq dernières années, aboutissait à un taux sans risque très faible de 0,57%.

Cette politique monétaire d'abondance de liquidités et de taux très bas de la BCE s'est brutalement inversée début 2022, avec la résurgence importante de l'inflation en zone Euro.



Comme le précise l'Arcep dans sa consultation, la Commission européenne a souligné, dans son projet de nouvelle recommandation « accès » en février 2023, la question de la prise en compte du contexte macroéconomique : « *Le coût moyen pondéré du capital utilisé devrait refléter la situation actuelle du marché. Si le CMPC applicable ne tient pas suffisamment compte des conditions économiques actuelles (par exemple, un taux d'inflation élevé), il pourrait être utile de l'actualiser, ce qui permettrait de garantir les paramètres macroéconomiques pertinents...* ».

Orange partage totalement cette analyse de la Commission européenne, qu'elle a d'ailleurs exprimée auprès de l'Arcep depuis de nombreux mois. En effet, les rendements constatés au cours des cinq dernières années ne sauraient constituer une référence pertinente pour le taux sans risque des années à venir (Voir le point 23 de l'Annexe 2).

Dans sa consultation, l'Arcep indique également que, dans ce contexte, elle « *envisage d'adapter la méthode d'évaluation du taux sans risque* ».

b) La prime de risque marché (ERP)

Comme dans sa décision de 2020, l'Arcep envisage de s'appuyer sur la communication de la Commission qui préconise le « *calcul de la prime de risque de marché à partir de données de rendements des fonds propres historiques et l'utilisation d'une valeur unique de prime de risque de marché à l'échelle de l'Union européenne* ».

Dans sa consultation, l'Autorité utilise les mêmes hypothèses « basse » et « haute » que dans sa consultation de 2020. Dans sa décision de 2020, l'Autorité s'était ensuite, sans justification, calée sur l'hypothèse basse.

Dans sa communication récente, le BEREC affiche une « prime de risque marché » de 5,92%, assez proche de la moyenne des hypothèses basses et hautes de l'Arcep (5,70%).

La nouvelle valeur publiée par le BEREC s'approche d'estimations de marché « forward-looking » prospectives. Le BEREC ne nie pas la nécessité d'avoir recours au principe d'une approche prospective. D'ailleurs, sur ce point, la méthodologie qu'il adopte pour les pays pour lesquels les données rétrospectives « DMS » ne sont pas publiées est une méthodologie prospective. S'agissant de l'inflation, le rapport du BEREC récemment publié adopte également un traitement prospectif pour l'inflation (page 66).

Si la valeur publiée par le BEREC de 5,92% corrige une partie de l'erreur d'appréciation de l'ERP fondée sur une approche rétrospective, il n'en reste pas moins que cette valeur, associée au taux sans risque calculé sur des moyennes sur un passé plus récent continue à sous-évaluer le rendement attendu sur le marché actions.

Différentes études récentes de la BCE ont permis de démontrer qu'en zone euro, dans le contexte passé d'assouplissement monétaire, l'ERP prospective et les attentes des investisseurs sont restées stables au-delà de 8%¹. De fait, le choix du couple taux sans risque / ERP dans le projet de décision continue à sous-estimer les attentes des investisseurs sur le marché actions.

On peut observer directement dans les données que publie le BEREC l'incohérence entre le choix d'un ERP rétrospectif et d'un taux sans risque reflétant les données récentes. Ainsi, le BEREC publie (Tableau 7, page 45) les moyennes des rendements et de l'ERP selon les données DMS : pour la France, les valeurs affichées sont respectivement de 12,8% et 5,7%. Autrement dit, sur l'horizon de calcul de cette source, un ERP de 5,7% est cohérent avec un rendement action de 12,8%.

4.3 Evaluation des paramètres spécifiques aux entreprises

a) La sélection des comparables

Comme dans sa décision précédente, l'Autorité fait référence dans sa présente consultation à la méthodologie présentée par la Commission, dans laquelle les paramètres sont à calculer « *à partir des valeurs d'un groupe représentatif d'entreprises de communications électroniques européennes, dites « comparables » qui comprend en général les principaux opérateurs puissants sur le marché, ainsi que d'autres opérateurs caractéristiques* ».

Les 5 critères de sélection du groupe de comparables défini par la Commission sont identiques à ceux retenus dans le cadre de la décision de 2020.

Dans le document de travail référencé par l'Arcep dans sa consultation (note de bas de page 25), une liste indicative de 12 comparables est présentée par la Commission. L'Arcep indique que cette liste est mise à jour annuellement par le BEREC (rapport de le BEREC 2022). En 2020, l'Arcep s'était calée sur la liste de 14 opérateurs établie par le BEREC. Dans cette consultation, sans qu'elle en justifie les motivations et les critères, l'Arcep retient une liste de 15 opérateurs.

¹ Voir par exemple Kapp et Kristiansen (2021) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3824860

Orange note que l'AGCOM² a récemment décidé d'exclure certains opérateurs de la liste des comparables : « *les opérateurs Telenor, Digi et Telenet peuvent être exclus de la comparaison avec TIM pour les principales raisons suivantes (le point 123 de l'Annexe 2 de la résolution 337/22/CONS détaille les raisons pour lesquelles 3 opérateurs sont exclus pour le calcul du beta asset de 0.44) :*

- *Le premier opérateur a été introduit par le rapport 2021 ; cet opérateur semble se concentrer sur les marchés nordiques (Norvège, Finlande, Suède et Danemark) ;*
- *L'opérateur Digi est de taille limitée, concentré principalement sur les marchés roumain et hongrois avec un niveau de liquidité qui n'est pas représentatif des conditions de liquidité rencontrées par TIM ;*
- *Telenet, en tant qu'opérateur qui exploite exclusivement un réseau câblé sur le marché belge, une technologie qui n'est pas présente sur le marché italien. »*

b) Le ratio d'endettement (g)

L'Arcep envisage de maintenir la méthode d'application retenue dans sa décision n° 2020-1163. Comme lors de la consultation de 2020, les définitions retenues du ratio d'endettement et du calcul du levier d'endettement associé n'appellent pas de remarque particulière de la part d'Orange.

Dans sa décision précédente, l'Autorité avait communiqué un taux de 37%. Sans s'y référer explicitement, l'Arcep avait sans doute utilisé les données des comparables communiquées dans le rapport BEREC 2020. Le ratio d'endettement était la moyenne simple du taux d'endettement des comparables.

L'estimation de l'Arcep dans sa présente consultation se situe, « dans l'attente des valeurs de référence de le BEREC », dans une fourchette large de 37% (sans changement) à 48%, soit une moyenne de 42,5%.

Dans sa communication, le BEREC publie une moyenne à 45,36% du taux d'endettement de l'échantillon de comparables qu'Orange considère raisonnable pour le calcul in fine du CMPC.

c) Le bêta des fonds propres (β)

Comme pour le calcul du ratio d'endettement, l'Arcep envisage de maintenir la méthode d'application retenue dans sa décision n° 2020-1163.

Dans sa décision de 2020, l'Autorité avait également exploité les données des comparables du rapport BEREC 2020, en calculant la moyenne simple des bêtas de l'actif économique des comparables (0,53). Puis l'Autorité aboutissait, par l'application du ratio d'endettement, à un bêta des fonds propres de 0,78.

² Annexe de la résolution 337/22/CONS : <https://www.agcom.it/documents/10179/28042959/Allegato+5-10-2022/551a3ddf-c5e6-4165-97c7-6cde597f955f?version=1.0>.

Décision finale <https://www.agcom.it/documents/10179/30415284/Allegato+8-6-2023+1686233555658/ed1ebca3-9b7e-421f-81af-a01419f1a35a?version=1.0>

L'approche de l'ARCEP repose sur des chiffres non pondérés, ce qui est contestable au regard de la taille relative des comparables. Une telle approche donnerait ainsi le même poids à Deutsche Telekom et à DIGI, malgré le fait que la capitalisation boursière de la première est 176 fois plus élevée que celle de la seconde.

Dans sa consultation, l'Arcep envisage des fourchettes très larges de bêta de l'actif économique (de 0,29 à 0,53) et de bêta des fonds propres (de 0,40 à 0,92). Le haut de la fourchette du bêta de l'actif économique ayant été calé sur sa décision de 2020.

Comme dans sa décision de 2020, l'Autorité fait état d'un bêta de la dette de 0,10.

Les estimations internes d'Orange situent son bêta (actifs / fonds propres) à un niveau plus élevé, comparable aux valeurs retenues dans la décision 2020 de l'Arcep. Orange s'interroge sur les valeurs publiées récemment par le BEREC qui semblent sous-évaluer le risque du secteur des télécommunications. Orange demande donc à l'Arcep de maintenir une stabilité de méthode dans l'évaluation du bêta et considère que cette mesure intrinsèque du risque de l'activité n'a pas de motifs pour être revue à la baisse de façon aussi significative si les calculs de le BEREC étaient retenus.

Si l'Arcep devait retenir les calculs de le BEREC, elle doit a minima procéder aux 2 ajustements suivants :

- procéder à un calcul pondéré des capitalisations boursières
- éliminer de l'échantillon les 3 acteurs (Telenor, Digi et Telnet) cités au point 4.3A.

Ces 2 ajustements amèneraient un bêta des fonds propres ajusté à 0.71.

Cette valeur, même corrigée ainsi, reste inférieure au bêta sectoriel des fonds propres selon les évaluations internes d'Orange.

[SDA : Orange estime à --- en France le bêta sectoriel des fonds propres pour le secteur des télécommunications. Cette valeur est validée par ses Commissaires aux comptes].

d) La prime de dette

Comme pour les calculs précédents, l'Autorité envisage, dans sa consultation, de maintenir la méthode d'application retenue dans sa décision n° 2020-1163.

L'application de cette méthode, dans sa décision de 2020, avait conduit à un calcul par l'Autorité d'un niveau de prime de dette de 1,30%.

Dans sa nouvelle consultation, l'Arcep envisage une fourchette assez étroite (1,13 à 1,49). Le milieu de cette fourchette correspondrait donc au maintien de son calcul de 2020 (1,31%).

Dans sa communication, le BEREC publie une moyenne à 148 points de base (1,48%) du spread de dette qu'Orange considère raisonnable pour le calcul in fine du CMPC, à condition que le calcul du taux sans risque soit réévalué (cf. supra).

5. Calcul du taux réel de rémunération du capital

5.1 Méthodologie

L'Arcep rappelle le principe retenu, dans sa décision de 2020, de « *l'emploi d'un taux réel de rémunération du capital calculé annuellement* » pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs.

L'Autorité confirme également la méthode de conversion du CMPC nominal en CMPC réel au travers l'utilisation de l'équation de Fisher.

5.2 Evaluation de l'indice d'inflation

Dans sa consultation, l'Arcep rappelle que dans sa décision de 2020, l'évaluation du paramètre d'inflation s'appuyait sur la prévision annuelle du projet de loi de finances (PLF).

L'Autorité justifie « *d'un contexte de forte variabilité de l'inflation* » pour remettre en cause cette pratique actuelle et envisage de « *retenir la prévision d'inflation à 5 ans de la BCE pour convertir le taux nominal en taux réel* ».

Comme indiqué supra, le choix de cet indice, dont l'horizon est le plus proche de celui des OAT à 10 ans est cohérent, à condition que la valeur retenue soit cohérente avec celle du taux sans risque. La valeur envisagée (2,1%) est cohérente avec les valeurs spot actuelles du taux sans risque, de l'ordre de 3%.

Néanmoins, également comme rappelé supra, l'indice d'inflation à retenir pour réévaluer les actifs de boucle locale doit refléter l'inflation effectivement supportée par ces actifs, i.e. l'inflation annuelle en France. L'Autorité peut tout à fait souhaiter ne plus utiliser le taux d'inflation annuel retenu dans le cadre du PLF et vouloir le substituer par une prévision de taux d'inflation annuel déterminé par un institut de prévision officiel (INSEE, Banque de France...) ou par la moyenne des prévisions de ces instituts.

La non prise en compte de l'inflation effectivement supportée par les actifs conduirait en réalité à un niveau de rentabilité réelle très faible, voire négative et à une sous-couverture des coûts (cf. expertise externe en ANNEXE 2) dans le contexte actuel où la BCE doit maintenir des taux élevés pour réduire le niveau de l'inflation, installé durablement au-dessus de la cible de 2% de l'institution.

Lors de sa conférence de presse du 15 juin 2023, Christine Lagarde a déclaré à propos de la politique monétaire actuelle de la BCE : « *Les décisions futures du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme, et qu'ils soient maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire* ».

Dans un communiqué la BCE a indiqué que « *les services de l'Eurosystème ont publié les nouvelles projections montrent un taux d'inflation sous-jacente estimé à 5,1% en moyenne en 2023 (contre 4,6% précédemment), avant 3,0% en 2024 (contre 2,5%) et 2,3% en 2025 (contre 2,2%)* ».

Par ailleurs, Orange a démontré mathématiquement (voir annexe 1) grâce aux formules sous-jacentes des coûts courants économiques qu'avec les annuités établies par le projet de décision de l'Arcep sur le WACC à compter de 2024 (*notamment la modification de la décision n° 05-0834*), le **rendement réel des investissements consentis** par Orange sera :

$$TRI_{\text{effectif}} = \frac{1+Wacc_{\text{nominal}}}{1+inf_{\text{effective}}}$$

et non pas celui pourtant imaginé par le projet de décision :

$$TRI = Wacc_{\text{réel}} = \frac{1+Wacc_{\text{nominal}}}{1+inf_{BCE}}$$

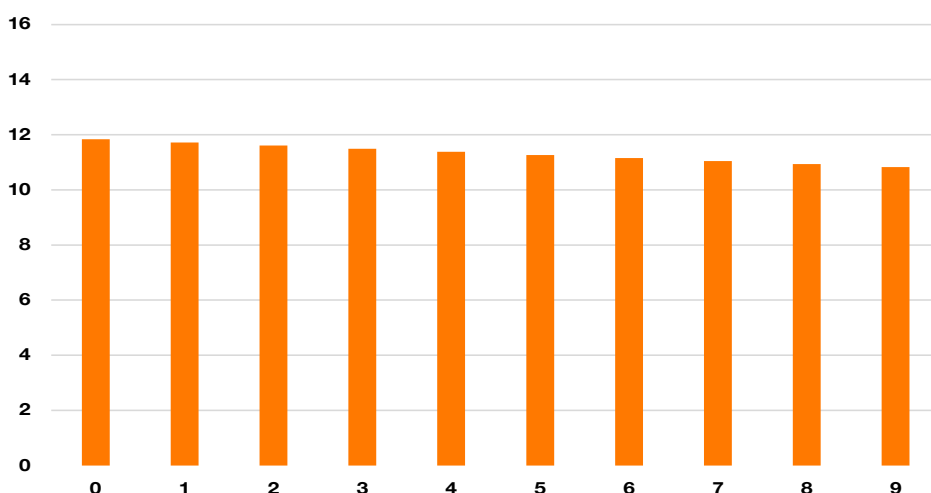
En effet, la méthode des CCE telle qu'établie dans la décision n° 05-0834 commence par calculer les annuités en euros constants :

ces annuités évoluent comme le progrès technique et par construction conduisent à un **TRI réel égal au Wacc réel** :

$$TRI = Wacc_{\text{réel}} = \frac{1+Wacc_{\text{nominal}}}{1+inf_{BCE}}$$

Annuités réelles (euros constants) Scénario proposé par l'Arcep

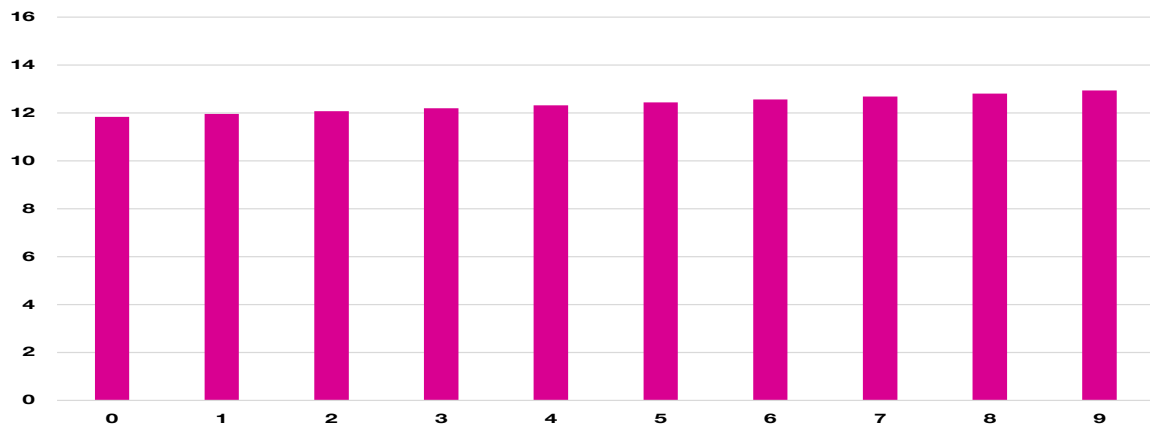
Le diagramme suivant illustre les annuités résultant de l'annualisation d'un investissement de 100, d'une durée de vie de 10 ans, avec un taux de progrès technique de 1% et dans un monde où l'inflation effective est de 5%, avec un taux de rémunération nominale de 5% et réel de 2% :



Sur la base du paragraphe prévoyant la modification de la décision n° 05-0834 et de la note de pied de page (32), on peut ainsi calculer les annuités en euros courants, sur la base de l'inflation BCE à 5 ans.

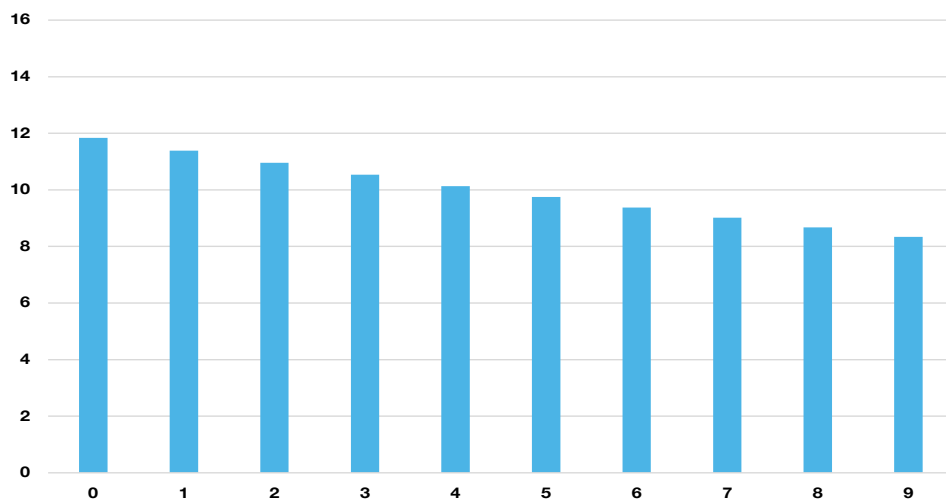
En termes nominaux, les annuités évoluent donc comme l'inflation BCE 5 ans et le progrès technique

Annuités nominales Scénario proposé par l'Arcep



En pratique, l'évolution d'une année à l'autre de l'inflation **n'est pas** l'inflation BCE à 5 ans.

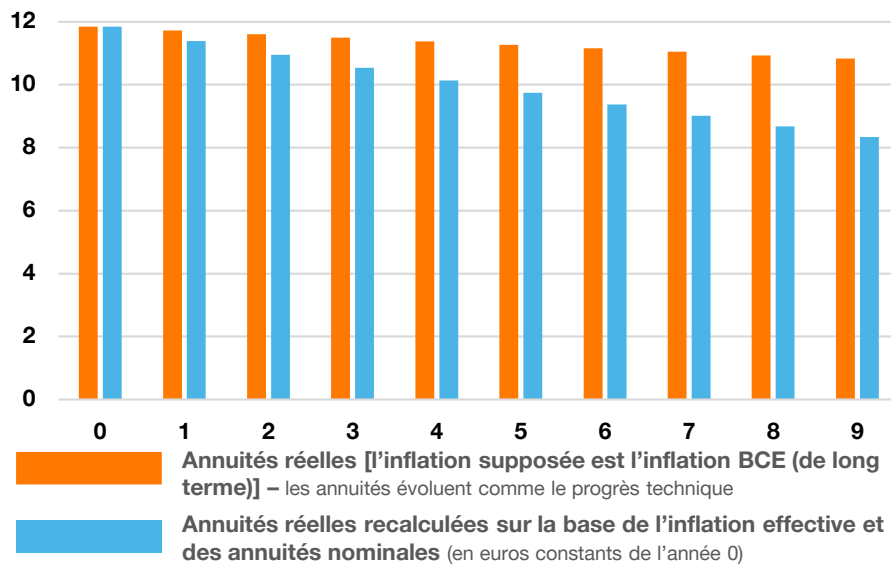
Pour mettre cet effet, en évidence, on peut **recalculer la rémunération réelle** effective résultant d'une inflation différente (ex: 5% vs 2% pour l'hypothèse d'inflation BCE 5 ans).



Cela conduit à ce que le taux de rendement effectif résultant des annuités induites soit :

$$TRI_{effectif} = \frac{1 + Wacc_{nominal}}{1 + inf_{effective}}$$

En conclusion, la fixation du taux nominal et du taux réel, combinée à la mise en œuvre de la footnote (32) du projet de décision, conduit à une sous rémunération structurelle des investissements



Éléments d'appréciation quant à la proposition de l'Arcep de fixer le WACC nominal, le WACC réel et d'utiliser l'inflation de long terme pour la mise en œuvre des coûts courants économiques

Dans son projet de décision sur le WACC à compter de 2024, l'Arcep propose deux nouveautés :

- Le WACC réel n'est plus calculé annuellement à partir du WACC nominal fixé par la décision et par l'inflation prévisionnelle du projet de loi de finances, mais fixé par le projet de décision ;
- L'inflation utilisée pour convertir le WACC nominal en WACC réel provient de l'hypothèse d'inflation à 5 ans de la BCE. Le projet de décision envisage que dans la mise en œuvre de la décision 05-0834 sur les coûts pour la boucle locale cuivre (et donc in fine pour la rémunération du génie civil), l'inflation utilisée soit effectivement cette inflation long terme (et non plus l'inflation publiée annuellement dans le projet de loi de finances).

Orange va démontrer ici qu'en continuant de fixer le taux de rémunération nominal, l'Arcep a maintenu une rémunération d'Orange similaire à celle prévue par le cadre actuel de régulation.

I. Mise en œuvre du projet de décision sur le WACC

Les annuités en CCE sont calculées en termes réels pour un investissement I en année 0 (c'est-à-dire que les valeurs A_k sont en euros constants de l'année 0 où a lieu l'investissement) selon la formule :

$$A_k = I \times \frac{1 - \frac{1}{1+h}}{1 - \frac{1}{(1+h)^n}} \times \frac{1}{(1+g)^k}$$

Pour $k=0, \dots, n-1$

et où h est défini classiquement conformément à la décision n° 05-0834 par :

$$(1+h) = (1+g) \times (1+Wacc_{réel})$$

Et en termes nominaux, ces valeurs deviennent, compte tenu de la note de bas de page (32) où l'inflation de long terme de la BCE (notée inf_{BCE}) est utilisée :

$$\tilde{A}_k = I \times \frac{1 - \frac{1}{1+h}}{1 - \frac{1}{(1+h)^n}} \times \frac{(1+inf_{BCE})^k}{(1+g)^k}$$

Pour $k=0, \dots, n-1$

Ces deux annuités en termes réels et nominaux vérifient par ailleurs par construction les formules suivantes :

$$\sum_{k=0}^{n-1} \frac{A_k}{(1+Wacc_{réel})^k} = I$$

Et

$$\sum_{k=0}^{n-1} \frac{\tilde{A}_k}{(1 + Wacc_{nominal})^k} = I$$

II. Impact d'une inflation effective différente de l'inflation de long terme

En pratique, si l'inflation effective (notée $inf_{effective}$) est différente de l'inflation de long terme de la BCE, et que les valeurs nominales des annuités sont fixées par la formule :

$$\tilde{A}_k = I \times \frac{1 - \frac{1}{1+h}}{1 - \frac{1}{(1+h)^n}} \times \frac{(1 + inf_{BCE})^k}{(1 + g)^k}$$

Pour $k=0, \dots, n-1$,

cela conduit à ce que les valeurs correspondantes en euros constants de l'année 0 au regard de **l'inflation effective** ne soient pas A_k mais les valeurs induites suivantes :

$$A_{k_induite} = I \times \frac{1 - \frac{1}{1+h}}{1 - \frac{1}{(1+h)^n}} \times \frac{(1 + inf_{BCE})^k}{(1 + g)^k \times (1 + inf_{effective})^k}$$

Pour $k=0, \dots, n-1$

Si on note

$$\alpha = \frac{1 - \frac{1}{1+h}}{1 - \frac{1}{(1+h)^n}}$$

Et

$$\beta = \frac{1 + inf_{BCE}}{(1 + g) \times (1 + inf_{effective})}$$

On a

$$A_{k_induite} = I \times \alpha \times \beta^k$$

III. Taux de rendement interne associé à l'investissement rémunéré selon le projet de décision

Le taux de rendement interne réel (TRI) de l'investissement I rémunéré par les annuités en euros constants de l'année 0 $A_{k_induite}$ est donné par :

$$-I + \sum_{k=0}^{n-1} \frac{1}{(1 + TRI)^k} \times A_{k_induite} = 0$$

Soit

$$\sum_{k=0}^{n-1} \frac{1}{(1 + TRI)^k} \times I \times \alpha \times \beta^k = I$$

Soit

$$\sum_{k=0}^{n-1} \left[\frac{\beta}{1 + TRI} \right]^k = \frac{1}{\alpha}$$

Ce qui donne

$$\frac{1 - \left[\frac{\beta}{1 + TRI} \right]^n}{1 - \frac{\beta}{1 + TRI}} = \frac{1 - \frac{1}{(1 + h)^n}}{1 - \frac{1}{1 + h}}$$

On en déduit donc

$$1 + h = \frac{1 + TRI}{\beta}$$

Soit

$$TRI = (1 + h) \times \beta - 1 = (1 + g) \times (1 + Wacc_{réel}) \times \frac{1 + inf_{BCE}}{(1 + g) \times (1 + inf_{effective})} - 1$$

Ce qui donne

$$TRI = \frac{1 + Wacc_{nominal}}{1 + INF_{BCE}} \times \frac{1 + inf_{BCE}}{(1 + inf_{effective})} = \frac{1 + Wacc_{nominal}}{1 + inf_{effective}}$$

Ou dit autrement, la rémunération réelle effective d'Orange n'a pas été modifiée par le projet de décision de l'Arcep.



ANNEXE 2

Voir document joint : « 2023.06.23 Brattle Orange - Commentaires projet de décision WACC »