



on est fait pour
être ensemble



Consultation publique

Fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités fixes régulées à compter de l'année 2024

Réponse à la consultation publique du 22 mai 2023

Version publique



Synthèse de la réponse

Bouygues Telecom est en désaccord avec l'Autorité sur le changement méthodologique qu'elle propose pour l'évaluation du taux sans risque. Ce changement s'il était adopté conduirait à une surévaluation du WACC réglementaire au détriment des concurrents d'Orange.

Bouygues Telecom demande que la méthode historique d'évaluation du taux sans risque, à savoir la moyenne observée du taux sur les 5 années précédentes et publiée régulièrement par le BEREC, soit maintenue.

Rien ne justifierait ce changement. Ni la situation actuelle du marché qui est transitoire, ni la structure financière des entreprises qui est pour l'essentiel la résultante des situations antérieures du marché.

Nous observons d'ailleurs à ce propos qu'Orange elle-même s'est toujours faite la défenderesse de la méthode historique du calcul du taux sans risque. Elle écrivait en 2020 dans sa réponse à la consultation publique du calcul du WACC pour le cycle 2021-2023 : *« Orange réaffirme l'impérieuse nécessité du choix d'une durée de moyenne sur dix ans comme référence de calcul du taux sans risque à partir de l'OAT 10 ans »*.

Personne ne pourrait comprendre ce changement méthodologique aujourd'hui, qui s'il avait été appliqué dès 2013, en situation de baisse continue des taux, aurait permis aux concurrents d'Orange un évitement de coût de prestation de dégroupage de plus de 500 M€ (800 M€ en euros constants). Bien au contraire, ce changement méthodologique, aujourd'hui, conduirait à un alourdissement des charges de dégroupage pour les opérateurs alternatifs. Privés d'économies hier, pour quelle impérieuse raison seraient-ils soumis demain à une hausse ?



Table des matières

Synthèse de la réponse.....	2
1. Méthodologie et fixation des paramètres du WACC.....	4
1.1 Modèle MEDAF	4
1.2 Évaluation des paramètres du WACC	4
2. Modifications de la méthodologie et de la fixation des paramètres du WACC	6
2.1 Calcul du WACC réel (équation de Fisher)	6
2.2 Détermination de l'inflation	6
2.3 Un WACC pour les activités fixes uniquement	6
2.4 Le taux sans risque (RFR)	7



1. Méthodologie et fixation des paramètres du WACC

1.1 Modèle MEDAF

Le modèle MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers) est le modèle de référence préconisé par la Commission Européenne pour déterminer le calcul du WACC. Ce modèle est particulièrement adapté aux activités peu risquées, telles que les activités de télécommunications fixes de l'opérateur historique. Le MEDAF est une méthode éprouvée d'estimation du coût des capitaux propres, Bouygues Telecom est donc toujours favorable à l'utilisation de ce modèle pour le calcul du WACC réglementaire.

1.2 Évaluation des paramètres du WACC

Les paramètres calculés par le Body of European Regulators for Electronic Communications (ci-après BEREC) à partir des données de marché issues de quinze sociétés européennes comparables apportent de la transparence et de la prévisibilité. Bouygues Telecom est donc très favorable à cette méthode. Afin d'uniformiser et de rendre cohérent le calcul final du WACC, Bouygues Telecom estime également préférable d'évaluer tous les paramètres composant le WACC sur une même période d'analyse de 5 ans.

1.2.1 La prime de risque de marché (ERP)

Cette prime de risque de marché est calculée à partir d'une valeur de fonds propres historiques spécifiques au marché considéré et d'une valeur unique européenne. Par le passé l'Autorité s'appuyait sur les données publiées par les auteurs DMS (Dimson, Marsh and Staunton), source de référence la plus classiquement utilisée. L'Autorité n'indique pas de changement de méthodologie dans la définition de cet ERP. Bouygues Telecom salue cette stabilité méthodologique. La publication du BEREC du 8 juin 2023 fixe la prime de marché (ERP) à 5,92% (il s'agit de la moyenne européenne, à noter que la moyenne en France est de 5,72%).

1.2.2 Le ratio d'endettement (g)

Bouygues Telecom n'a pas de commentaire sur le calcul du ratio « g » évalué sur une période de 5 ans comme souhaité par Bouygues Telecom. La publication du BEREC du 8 juin 2023 fixe le ratio d'endettement (g) à 45,36%.



1.2.3 Le bêta des fonds propres (β_{FP})

Pour déterminer le bêta des fonds propres l'Autorité reprend les paramètres publiés par le BEREC :

- β_D à 0,1. Ce bêta est cohérent et est stable au cours du temps, il n'est pas sujet à discussion de la part de Bouygues Telecom.
- β_A , le **bêta de l'actif économique** de chacun des comparables est fixé par le STOXX Europe Total Market Index. Cet indice, comme l'indique l'Autorité est représentatif de l'économie européenne. L'Autorité évalue ce bêta entre [0,29 ; 0,53] et indique qu'elle l'ajustera en fonction de la communication du BEREC à venir (note : la publication BEREC du 8 juin 2023 fixe le β_A à 0,38). Bouygues Telecom est favorable à la méthode employée pour déterminer le bêta de l'actif.

Dans sa consultation, l'Autorité évalue le β_{FP} entre [0,40 ; 0,92]. Suite à la publication du BEREC du 8 juin 2023, la valeur à retenir est donc de 0,61.

1.2.4 La prime de dette

Bouygues Telecom partage l'avis de l'Autorité sur l'estimation de la prime de dette. La publication du BEREC du 8 juin 2023 fixe la prime de dette à 1,48%.



2. Modifications de la méthodologie et de la fixation des paramètres du WACC

2.1 Calcul du WACC réel (équation de Fisher)

L'ARCEP a souhaité, contrairement aux précédentes consultations sur le WACC, préciser le calcul déterminant le WACC réel. L'application de l'inflation prévisionnelle au WACC nominal pour déterminer le WACC réel, via l'équation de Fisher fait référence, elle ne soulève donc aucune contestation de la part de Bouygues Telecom. Le WACC réel, ainsi figé dès la consultation publique, pourra être repris lors des calculs des tarifs de dégroupage et du Génie civil.

2.2 Détermination de l'inflation

Réponse aux questions n°2 et n°3 :

Alors que l'Autorité déterminait précédemment l'inflation à partir des prévisions réalisées dans le cadre de l'élaboration du projet de loi de finances, elle envisage désormais de s'appuyer sur la dernière valeur disponible du taux prévisionnel d'inflation à 5 ans de la BCE. [...]

2.3 Un WACC pour les activités fixes uniquement

A l'origine, le WACC réglementaire était différencié par activités fixes et mobiles. Puis, tenant compte de la convergence des activités fixe et mobile l'ARCEP avait, à juste titre, décidé d'établir un WACC unique. Désormais, en l'absence d'activités mobiles régulées, l'Arcep estime qu'il n'est plus pertinent de fixer un taux de rémunération du capital pour les activités mobiles. La présente consultation et la future décision détermineront ainsi le taux réglementaire de rémunération du capital pour l'ensemble des activités fixes régulées. Bouygues Telecom reconnaît la légitimité de ce changement.



2.4 Le taux sans risque (RFR)

Réponse à la question n°1 :

Deux paramètres (RFR et ERP) sont spécifiques au marché français et ne sont pas déterminés par la méthode des quinze entreprises européennes comparables. Si la détermination de la prime de risque marché (ERP) vue précédemment n'est pas sujette à débat de la part de Bouygues Telecom, **la nouvelle méthode envisagée par l'Autorité pour le calcul du taux sans risque (RFR) pour le prochain cycle constituerait en revanche un profond bouleversement dénué de toute logique.**

Pour toutes les raisons exposées ci-après dans le chapitre 2.4, Bouygues Telecom estime que le changement de méthode proposé par l'Arcep pour le calcul du taux sans risque n'est pas légitime et demande que la méthode utilisée au cycle précédent soit reconduite.

2.4.1 Historique de la période de référence pour la détermination du taux sans risque

Depuis 2011, l'ARCEP s'est régulièrement interrogée sur la période de référence à retenir afin de déterminer le RFR tout en respectant les principes essentiels de régulation que sont la prévisibilité et la stabilité.

2.4.1.1 Avant 2021 : période de référence de 10 ans

Le taux sans risque était le résultat d'une moyenne du taux sur **les 10 années précédentes**. Ce calcul répondait aux besoins de stabilité et prévisibilité du marché. Comme le soulignait l'Autorité lors de sa consultation publique du 11 mai 2017, « **Cette méthode permet de tenir compte de la baisse des taux d'intérêt observée ces dernières années tout en offrant une prévisibilité aux acteurs du marché sur les évolutions du taux sans risque nominal** »

2.4.1.2 Cycle 2021-2023 : période de référence ramenée à 5 ans

Pour le cycle 2021-2023, l'Autorité a souhaité « **introduire plus de flexibilité dans le calcul de ce taux** » en réduisant à 5 ans la période de référence. Orange dans la réponse à la consultation était opposée à cette évolution : « **Orange réaffirme l'impérieuse nécessité du choix d'une durée de moyenne sur dix ans comme référence de calcul du taux sans risque à partir de l'OAT 10 ans** ».

2.4.1.3 Evolution envisagée pour la période 2024-2025

L'ARCEP dans la présente consultation propose une méthode de détermination du taux sans risque « surpondérant » les taux observés sur la première moitié de 2023 en leur attribuant un poids équivalent à ceux observés sur les 5 dernières années. En effet, l'ARCEP envisage une moyenne arithmétique entre la moyenne des taux observés sur 5 ans (du 1^{er} avril 2018 au 31 mars 2023) et la moyenne des taux observés sur 5 mois (d'avril à août 2023). En guise de justification pour cette méthodologie en rupture avec plus d'une décennie de régulation, l'ARCEP indique :



- S'appuyer sur la méthodologie du régulateur espagnol (bien que non comparable, nous le verrons ci-après)
- Souhaiter la prise en compte du contexte macroéconomique : « *Le coût moyen pondéré du capital ("CMPC") utilisé devrait refléter la situation actuelle du marché.* »

Commentaires sur la méthode espagnole

L'Autorité espagnole a souhaité modifier la méthode de calcul du taux sans risque afin de prendre en compte le nouveau contexte d'inflation.

Pour la détermination du taux sans risque l'**Espagne** a retenu la moyenne arithmétique de deux périodes :

- La moyenne du taux sans risque sur 5 ans (avril 2017 à mars 2022)
- La moyenne du taux sans risque sur 6 mois (avril 2022 à septembre 2022)

Cette nouvelle méthode a eu pour conséquence une hausse du taux sans risque à 1,57% (le taux aurait été de 0,84% si la méthode précédente – moyenne sur 5 ans – avait été maintenue). Soit une hausse de +87%.

En **France**, l'application de la méthodologie envisagée par l'ARCEP ferait passer le taux sans risque de **0,59%** à un taux que Bouygues Telecom estime à **1,75%**. **Soit une hausse de +197%, plus de deux fois plus élevée qu'en Espagne !**

La méthode appliquée en Espagne n'est pas répliquable au cas français, car conduisant à une hausse démesurée, sans rapport avec la situation réelle.

Commentaires sur la prise en compte de la situation actuelle du marché

On peut s'étonner de cette soudaine préoccupation qui n'a jamais été évoquée par le passé lorsque la courbe des taux a baissé sans discontinuer pendant plus de 10 ans. Plus que « *la situation actuelle du marché* », le CPMC doit surtout refléter la structure financière des entreprises qui est avant tout la résultante des situations antérieures du marché (voir chapitre 2.4.3.3). C'est la raison pour laquelle la méthode historique de calcul du taux sans risque – moyenne des taux journaliers relevés sur les 10 années précédentes, ramenées à 5 années aujourd'hui – est la plus pertinente.

2.4.2 L'avis des instances Européennes

Avant toute chose, il convient de souligner que si la Commission européenne ne s'est pas formellement opposée à la nouvelle méthode introduite par l'Espagne, elle en a en revanche déploré le caractère arbitraire et l'absence de justifications objectivement démontrées.

Rappelons que dans sa notice¹ sur le calcul du WACC la Commission précisait (traduction de courtoisie)²: « Afin d'assurer l'uniformité de l'estimation des paramètres du WACC, la Commission estime qu'il convient d'utiliser **la même période de calcul de la moyenne pour tous les paramètres**. Des périodes de calcul de la moyenne plus longues sont susceptibles de favoriser une plus grande prévisibilité et stabilité de la valeur des paramètres mais au prix d'une efficacité statistique moindre. **Une période de 5 ans, qui est la plus couramment utilisée par les ARN est susceptible d'être le bon équilibre entre prévisibilité et efficacité.** »

Le BEREC, dans son rapport du 8 juin 2023, s'inscrit dans les pas de la Commission en retenant une période de référence de 5 ans pour le calcul du taux sans risque et détermine ainsi un RFR en France de 0,59% pour le cycle à venir.

Dans ce même rapport, le BEREC publie le taux sans risque retenu pour 29 pays européen (tableau ci-dessous). Il est intéressant de noter que si l'ARCEP maintenait son projet d'évolution méthodologique cela propulserait la France parmi les pays soumis aux plus hauts taux sans risque :

Country Code	Country	Country Credit Rating ³⁶	GDP per capita ³⁷	HICP (Harmonised Consumer Price Index) ³⁸	Risk Free Rate 5 year arithmetic average ³⁹
AT	Austria	AA1	111.28	128.87	0.54
BE	Belgium	AA3	115.86	126.23	0.62
BG	Bulgaria	BAA1	162.00	132.90	0.76
HR	Croatia	BAA2	135.58	123.73	1.56
CY	Cyprus	BA1	116.45	112.64	1.61
CZ	Czechia	AA3	125.28	147.7	2.32
DK	Denmark	AAA	122.26	117.8	0.36
EE	Estonia	A1	154.81	147.20	0.93
FI	Finland	AA1	112.18	118.98	0.53
FR	France	AA2	110.60	119.76	0.59
DE	Germany	AAA	112.59	125.1	0.17
EL	Greece	BA3	94.66	114.28	2.49
HU	Hungary	BAA2	151.77	159.42	3.97
IE	Ireland	AA3	211.63	116.9	0.70
IT	Italy	BAA3	105.29	120.3	2.05
LV	Latvia	A3	166.25	143.26	0.84
LT	Lithuania	A2	169.00	149.70	0.45
LU	Luxembourg	AAA	99.96	120.67	0.39
MT	Malta	A2	144.86	116.15	1.20
NL	Netherlands	AAA	115.28	126.16	0.33
PL	Poland	A2	171.22	142.7	3.15
PT	Portugal	BAA2	114.19	118.22	1.16
RO	Romania	BAA3	184.49	139.13	4.98
SK	Slovakia	A2	130.11	138.31	0.75
SI	Slovenia	A3	127.94	122.87	0.77
ES	Spain	BAA1	110.17	119.06	1.09
SE	Sweden	AAA	119.69	125.57	0.56
IS	Iceland	A2	115.75	119.78	3.76
NO	Norway	AAA	114.02	129.7	1.73

¹ Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector

² « To ensure consistency in the estimation of WACC parameters, the Commission considers it appropriate to use the same averaging period for all parameters. Longer averaging periods are likely to promote greater predictability and stability in the value of the parameters, albeit at the cost of lower static efficiency. A 5-year averaging period, which is the one most commonly used by NRAs, is likely to strike the right balance between predictability and efficiency.»



2.4.3 Le changement méthodologique envisagé par l'Arcep n'est pas objectivement justifié

2.4.3.1 Un changement de méthode ne se justifie pas pour tenir compte d'une situation transitoire

Le BEREC n'élude pas le contexte macro-économique actuel mis en avant par l'ARCEP pour justifier le changement de méthode. En effet, le BEREC indique page 16 de son rapport du 8 juin 2023 : « *Les rendements actuels des obligations d'État à 10 ans **peuvent différer considérablement des valeurs indiquées** dans le tableau 2, car la méthodologie de détermination du taux sans risque, à la suite de l'avis, est basée sur une moyenne arithmétique sur cinq ans des rendements des obligations d'État nationales pour la période du 1er avril 2018 jusqu'au 31 mars 2023. Cette période couvre **une période de taux principalement bas**. La tendance récente à la hausse des rendements des obligations d'État reflète les évolutions macroéconomiques actuelles, c'est-à-dire la hausse rapide des taux d'intérêt (en tant que mesure des banques centrales pour lutter contre l'inflation en Europe). **Cependant, la prévision d'inflation à long terme de la BCE à 5 ans (qui, à la suite de la communication, est utilisée pour calculer le WACC réel) suggère un taux d'inflation se stabilisant à un niveau inférieur au niveau actuel, c'est-à-dire proche de l'objectif de 2 % de la BCE, ce qui influencera à son tour les taux d'intérêt en conséquence.*** »

Le BEREC indique donc clairement que la situation économique actuelle est transitoire. Elle ne peut donc pas servir de justification à un changement méthodologique au risque sinon d'introduire de graves biais et de distordre les résultats au préjudice des concurrents d'Orange.

2.4.3.2 Le changement méthodologique envisagé par l'Autorité interviendrait au moment même où celui-ci deviendrait favorable à Orange, ce qui n'était pas le cas auparavant en période de baisse continue des taux

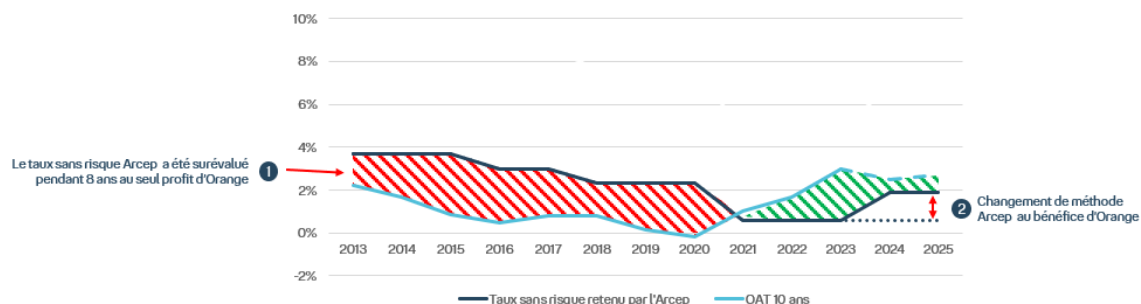
Comme nous l'avons vu précédemment le changement de méthode proposé par l'ARCEP surpondère la période actuelle de hausse des taux alors même que l'ensemble des observateurs économiques s'accordent pour affirmer que cette période n'est que transitoire.

Par ailleurs, ce changement méthodologique, dénué de tout fondement scientifique, contreviendrait lourdement aux principes essentiels de prévisibilité et de stabilité de la régulation.

En effet :

Comparaison historique du taux sans risque réglementaire et du taux des OAT 10 ans

Dans le graphique ci-dessous Bouygues Telecom a comparé le taux sans risque réglementaire fixé par l'ARCEP au taux annuel réel des OAT 10 ans depuis 2013.



Le graphique fait ressortir 2 périodes :

- **De 2013 à 2021** le taux sans risque réglementaire fixé par l'ARCEP était nettement supérieur au taux réel annuel des OAT 10 ans, ce qui est parfaitement normal en période de baisse continue des taux, la moyenne calculée sur 5 ans jouant le rôle d'amortisseur à la baisse. Cette situation a profité à Orange pendant 8 ans sans que l'ARCEP n'y trouve rien à redire.
- **A partir de 2021** la situation s'est inversée, le taux sans risque réglementaire fixé par l'ARCEP est devenu inférieur au taux des OAT 10 ans, ce qui est également parfaitement normal en période de réhausse des taux. Pour autant l'écart de taux est resté comparable, voire inférieur, aux années précédentes ce qui ne justifie aucun changement de méthode. Le changement de méthode proposé par l'Arcep à compter de 2024 ne profiterait qu'à Orange, tenant pour nulle la situation plus favorable dont il a bénéficié depuis 2013 au détriment de ses concurrents.

L'application du changement méthodologique envisagé par l'Arcep dès 2013 aurait généré aux concurrents d'Orange une économie de plus de 500 M€ dans la prestation de dégroupage (800 millions en euros constants). Dès lors pourquoi effectuer ce changement méthodologique au moment même où cette nouvelle méthode devient défavorable aux concurrents d'Orange ?

Comme nous venons de le démontrer le changement de méthode s'appliquerait lorsque la méthode historique de calcul du taux sans risque deviendrait moins favorable à Orange. Il est donc intéressant de se demander quel aurait été l'impact pour la concurrence si la nouvelle méthode imaginée par l'Arcep avait été appliquée dès 2013 ?

On constate que sur la période 2013-2023 l'application de cette nouvelle méthodologie aurait bénéficié aux opérateurs alternatifs à hauteur de 530 millions d'euros (montant actualisé de 800 millions d'euros). En revanche, sur la période 2024-2025 l'application de cette nouvelle méthode ferait perdre près de 40 millions d'euros aux opérateurs alternatifs.

	2013-2015	2016-2017	2018-2020	2021-2023	2024-2025
Tariff dégroupage	- 0,19€	- 0,43€	- 0,30€	- 0,09€	+ 0,28€
Gain OC tiers	+ 127M€	+ 192M€	+ 175M€	+ 33M€	- 40M€

Estimation réalisée à partir du modèle BLOM de l'Arcep

Ces éléments font clairement apparaître l'inéquité du changement méthodologique proposé.



2.4.3.3 Le changement méthodologique proposé par l'Arcep serait également en total décalage avec la structure de dettes des entreprises

La « surpondération » des 5 mois de 2023 ne correspond à aucune réalité économique des entreprises.

