

Consultation publique de l'Arcep

13 juin 2025 – 15 juillet 2025

Projet de décision de fixation du taux
réglementaire de rémunération du capital pour les
activités fixes régulées à compter de l'année 2026

Réponse d'Orange

Version publique

Les parties [...] relèvent du secret des affaires.

Lien vers les documents en consultation :

[Le projet de décision de fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités fixes régulées à compter de l'année 2026 \(13 juin 2025\) soumis à consultation publique | Arcep](#)

Propos liminaires

Orange souhaite, dans le cadre de la présente consultation publique, faire part de ses très vives réserves quant à l'approche retenue par l'Arcep pour la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital (CMPC) applicable aux activités fixes régulées à compter de 2026.

Alors que les besoins d'investissements dans les infrastructures télécoms sont plus que jamais critiques — tant pour la compétitivité de l'Europe que pour la résilience de ses territoires — la proposition de l'Arcep conduit, en dépit d'un contexte macroéconomique durablement modifié, à un niveau de CMPC toujours trop faible. Ce choix constitue un signal négatif adressé aux investisseurs, qui fragilise les incitations économiques à maintenir l'effort d'investissement d'Orange dans ses infrastructures régulées. Il est à cet égard profondément incohérent avec les objectifs de soutenabilité économique que les institutions européennes, à commencer par la Commission européenne elle-même dans le rapport Draghi de 2024, appellent désormais à replacer au cœur de la régulation du secteur.

En particulier, la méthode d'évaluation du taux sans risque retenue par l'Arcep — fondée sur une stricte application de la Notice européenne de 2019 — ne reflète pas les conditions réelles de marché, et en particulier la forte remontée des taux depuis 2022. Elle conduit à minorer artificiellement le coût du capital, au moment même où les opérateurs européens peinent à générer des rendements suffisants pour couvrir leurs coûts de financement. Orange estime que l'Arcep dispose pourtant, comme d'autres régulateurs européens l'ont démontré, de marges de manœuvre explicites pour adapter la méthodologie de la Notice pour se rapprocher de la réalité économique nationale.

Dans ce contexte, Orange appelle l'Arcep à revoir sa position et à adopter une méthode plus réaliste et prévisible, en phase avec l'évolution des taux et la nécessité de soutenir l'investissement dans les réseaux.

La présente contribution s'organise en trois parties :

- la première partie montre que le CMPC envisagé par l'Arcep est trop faible au regard du contexte macroéconomique et qu'il compromet les capacités d'investissement d'Orange dans ses infrastructures régulées ;
- la deuxième partie démontre que la Notice de la Commission européenne ne constitue pas un cadre rigide mais un guide méthodologique laissant place à l'adaptation, et que de nombreux régulateurs européens ont su s'en écarter avec discernement ;
- la troisième partie propose une adaptation concrète de la méthode de calcul du taux sans risque, conforme à ce que d'autres ARN ont pu proposer et que la Commission européenne a accepté, permettant de se rapprocher des conditions actuelles du marché.

*** **

*** **

Partie 1. Le CMPC évalué dans le projet de décision mis en consultation publique par l'Arcep est trop bas, au regard du contexte macro-économique, ce qui a pour conséquence de désinciter Orange à investir.

1.1 Le rapport Draghi souligne la nécessité cruciale d'investir massivement dans les infrastructures télécoms pour soutenir la croissance économique et la compétitivité de l'Europe.

Les évaluations les plus récentes concernant l'avenir de la compétitivité européenne et la stratégie nécessaire pour relever ces défis ont souligné l'importance cruciale d'investir dans les infrastructures de télécommunications de nouvelle génération (réseaux mobiles 5G et réseaux fixes à très haut débit) pour soutenir la croissance de l'économie numérique et, plus largement, le développement économique européen.

Le rapport sur « L'avenir de la compétitivité européenne » de septembre 2024 (ci-après le « rapport Draghi ») met explicitement en évidence la rentabilité déclinante des opérateurs à un moment où il est urgent de favoriser des investissements massifs dans les infrastructures de télécommunications en Europe, soulignant qu'un manque d'investissement dans ce domaine mettrait en péril les entreprises industrielles européennes.

Comme le souligne le rapport : « *La rentabilité déclinante du secteur des télécommunications représente désormais un risque pour les entreprises industrielles en Europe, à une période où des infrastructures de pointe sont nécessaires pour numériser les chaînes de fabrication, d'approvisionnement et de distribution* ».

Cette prise de conscience et cet appel à changer de cap découlent du constat que le secteur européen des télécommunications est aujourd'hui gravement en retard par rapport à des régions comme les États-Unis et le Japon, tant en termes de revenus par abonné que de dépenses d'investissement par habitant. Cet écart significatif en matière de génération de revenus, d'échelle et de capacité d'investissement place les opérateurs européens dans une situation structurellement désavantageuse par rapport à leurs homologues mondiaux, menaçant la capacité de l'Europe à maintenir une infrastructure numérique compétitive.

1.2 Dans ce contexte de besoins massifs d'investissements, les niveaux de retour sur investissement ont continué de baisser pour les opérateurs télécoms européens.

Face à ce contexte d'augmentation des besoins d'investissement, la rentabilité des opérateurs de télécommunications européens n'a cessé de diminuer.

Morgan Stanley dans une note en mars 2025 démontre que, sous la contrainte de la régulation et de la politique antitrust, le rendement moyen du capital employé (ROCE) des opérateurs de télécommunications historiques a diminué de façon spectaculaire, passant de 14 % en 2010 à seulement 6 % en 2024 - soit plus de deux fois moins qu'il y a 15 ans.

Du point de vue des investisseurs, ces données se traduisent par une tendance préoccupante : la sous-évaluation du coût moyen pondéré du capital (CMPC) réglementaire compromet les incitations à l'investissement et envoie des signaux négatifs aux investisseurs, en raison de la réduction des rendements sur les actifs régulés et d'une dépendance accrue à un financement externe plus coûteux.

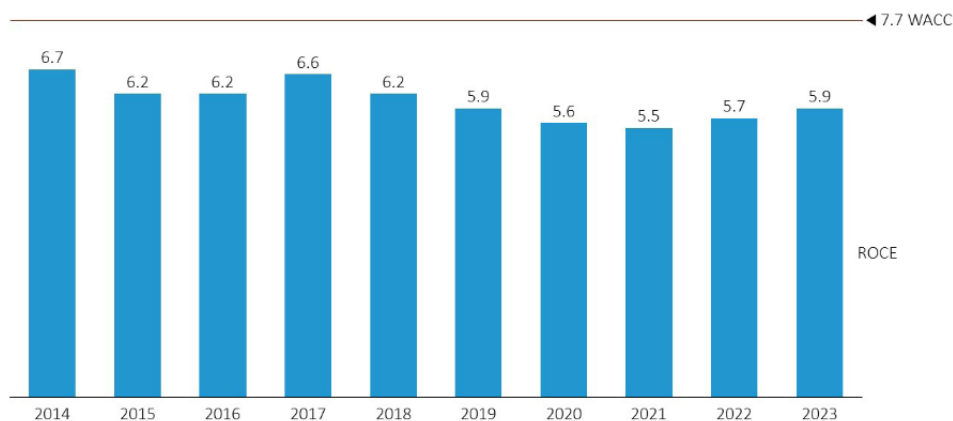
1.3 En particulier, le ROCE reste inférieur au CMPC au cours de ces dernières années, ce qui montre que les opérateurs télécoms européens n'arrivent pas à générer des rendements suffisants pour couvrir leur coût du capital.

Un symptôme clé mis en évidence par le rapport Draghi est que les rendements historiques sur les investissements dans l'industrie européenne des télécommunications ont été inférieurs au coût moyen

du capital des opérateurs de télécommunications, rendant ainsi le financement des investissements futurs « *problématiques* », selon les propres termes du rapport Draghi.

Techniquement, cela se traduit par un ROCE inférieur au CMPC, comme l'illustre la figure ci-dessous extraite du rapport Draghi (Partie B, Chapitre 3, 3.1, Figure 3, p.71).

FIGURE 3
Comparison ROCE/WACC
%, 2013-2023



Source: Barclays Equity Research, Network Operators of the Future, 23 April 2024. Note: the estimation refers to ROCE Adj. EBIT.

Cet écart persistant entre le ROCE et le CMPC indique que les opérateurs de télécommunications européens ne parviennent pas à générer des rendements suffisants pour couvrir leur coût du capital, créant ainsi un désincitatif économique fondamental à l'investissement.

Les conséquences de cet écart de rentabilité sont déjà visibles dans les tendances d'investissement. Analysys Mason prévoit que l'intensité des CAPEX (ratio CAPEX/revenus) poursuivra sa tendance à la baisse, passant de 17 % en 2024 à seulement 10 % en 2030.

1.4 Dans ce contexte, en fixant aussi bas le CMPC réglementaire pour Orange, l'Arcep aggrave cette situation, d'autant qu'Orange continue à investir dans ses infrastructures régulées.

Lors de la première mise en œuvre en 2020 par l'Arcep des principes de calcul de la Notice de la Commission européenne relative au calcul du CMPC pour les infrastructures régulées (cf. Partie 2), le CMPC réglementaire pour les activités fixes historiques d'Orange fut établi pour la période 2021-2023 à 4,8 % avant impôt (3,44 % après impôt), ce qui constitua une baisse très significative (environ un tiers) par rapport au niveau précédent, soit 7,6 % avant impôt pour la période 2018-2020.

Une part significative de cette baisse provenait, en application de la Notice, du changement dans la méthode d'estimation du taux sans risque, passant d'une moyenne historique sur dix ans à une moyenne historique sur cinq ans, au cours d'une période caractérisée par la baisse des taux.

Cette correction à la baisse a créé un écart durable à partir de 2021 entre le CMPC réglementaire et d'autres évaluations de CMPC pour Orange effectués par des tiers (sociétés de courtage, auditeurs) à des fins telles que l'analyse du groupe, la formulation de recommandations d'investissement ou la réalisation de tests de dépréciation.

Il est frappant de constater que, alors que les évaluations de CMPC pour Orange effectuées par des tiers suivent les mêmes principes généraux de calcul que celui défini dans la Notice de la Commission européenne – et appliqué par l'Arcep –, le CMPC réglementaire établi par l'Arcep depuis 2021 reste



systématiquement nettement inférieur aux évaluations de CMPC pour Orange effectuées par des tiers, s'appuyant sur des informations de marché à jour, et ce sans aucune perspective sérieuse de convergence à nouveau comme c'était le cas avant 2021.

Connect Europe (ex ETNO) partageait ce même constat en janvier 2021 :

« Les valeurs sont nettement inférieures aux fourchettes standard de valeurs du coût du capital du secteur des télécoms telles que perçues par les analystes financiers ou par les investisseurs. »

Dans ce contexte, la nouvelle valeur du CMPC réglementaire à compter de 2026, établi par l'Arcep dans son projet de décision mis en consultation publique, soit 5,0 % avant impôt, reste significativement inférieur aux évaluations de CMPC pour Orange effectuées par des tiers.

Un niveau de CMPC réglementaire aussi déconnecté des réalités du marché ne permettra pas à Orange de couvrir correctement ses coûts pour ses investissements à venir et risque fort d'être un frein aux investissements nécessaires dans les infrastructures régulées.

Il convient à ce titre de souligner qu'Orange a investi ces dernières années plus de [...] par an dans ses infrastructures de génie civil (en dehors des besoins pour ses déploiements FttH). Ces investissements correspondent notamment aux travaux de vie de réseau, coordination/dissimulation, et maintenance préventive.

*** **

*** **

Partie 2. La notice de la Commission européenne n'est pas un carcan réglementaire, mais un guide méthodologique.

La Commission européenne a publié le 6 novembre 2019 une notice¹ sur le calcul du CPMC pour l'infrastructure historique destinée aux autorités de régulation du secteur des télécommunications (la « Notice »), reposant sur quatre principes de régulation : la cohérence de la méthodologie, la prévisibilité de la régulation, la promotion des investissements efficaces et la transparence de la méthode utilisée pour estimer un retour sur investissements raisonnable.

La Notice présente le modèle de CMPC utilisé, à savoir le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ainsi que les méthodes de fixation des paramètres. Elle confie à l'ORECE un rôle d'estimation annuelle des différents paramètres et préconise une fréquence annuelle des révisions du CMPC.

Dans sa décision n° 2023-2318 fixant le CMPC réglementaire à compter de 2024, l'Arcep s'était écartée de la Notice de la Commission européenne, notamment pour l'évaluation du taux sans risque.

Dans son projet de décision mis en consultation publique, l'Arcep entend désormais appliquer strictement la Notice pour établir le CMPC réglementaire à compter de 2026.

2.1 La Notice n'a pas de caractère contraignant pour les autorités nationales de régulation.

En effet, la Notice est formellement une « Communication » de la Commission européenne, et non une directive ou un règlement. Dans la hiérarchie des normes européennes, les communications n'ont pas de caractère juridiquement contraignant pour les États membres ou leurs autorités indépendantes.

Dans son document d'accompagnement de la Notice sur le CMPC, la Commission européenne a elle-même souligné l'absence d'effet juridiquement contraignant de la communication vis-à-vis des États membres :

« (...) la nature non contraignante de la Notice, ainsi que la limitation de son champ d'application à l'estimation du CMPC pour les infrastructures anciennes, sont des éléments supplémentaires qui rendent généralement inutile une période de transition plus longue »².

La Commission européenne a d'ailleurs reconnu la nécessité potentielle d'un ajustement dans sa recommandation sur la promotion réglementaire de la connectivité gigabit³ (la « Recommandation Gigabit ») :

« 65. Lorsqu'elles établissent le CMPC applicable, les ARN devraient veiller à ce qu'il soit conforme aux paramètres macroéconomiques du moment. Si le CMPC applicable ne tient pas suffisamment compte de la situation économique, l'ARN devrait envisager de le mettre à jour de manière à garantir l'intégration des paramètres macroéconomiques corrects dans la base de calcul du CMPC du projet considéré en vue de nouveaux investissements. »

¹ Communication de la Commission relative au calcul du coût du capital pour l'infrastructure historique dans le cadre de l'examen par la Commission des notifications nationales dans le secteur des communications électroniques dans l'Union européenne

² Commission staff working document explanatory note - Accompanying the document Commission Recommendation on the regulatory promotion of Gigabit connectivity – page 97 : “the non-binding nature of the Notice together with the limitation of its scope to the estimation of the WACC for legacy infrastructure are additional elements that make a longer transition period generally unnecessary”

³ Recommandation de la Commission européenne du 06/02/2024 sur la promotion réglementaire de la connectivité gigabit

2.2 Les régulateurs européens se sont régulièrement écartés de la méthodologie de la Notice (sur le taux sans risque) depuis sa mise en application pour refléter les réalités économiques nationales.

2.2.1 Certains régulateurs européens ont mise en place une phase de transition progressive au-delà du délai d'un an indiqué dans la Notice

Contrairement à l'idée d'une application immédiate et uniforme, plusieurs régulateurs nationaux ont mis en place des périodes de transition pour l'adoption de la méthodologie de la Notice, au-delà du délai d'un an prévu par la Notice, avec l'aval de la Commission européenne.

Ainsi, le régulateur allemand (BNetzA) a annoncé dès 2021 une mise en œuvre progressive sur trois ans de la méthodologie concernant notamment le taux sans risque.

Dans sa notification DE/2021/2339 (avant l'augmentation importante des taux intervenue début 2022), le BNetzA a précisé ce plan de transition : le BNetzA présente sa méthode pour évaluer le taux sans risque sur la base d'une moyenne pondérée, sur dix ans et sur cinq ans, des rendements des obligations d'État.

- en 2022, pour 67 % la moyenne sur 10 ans et pour 33 % la moyenne sur 5 ans ;
- en 2023, pour 33 % la moyenne sur 10 ans et pour 67 % la moyenne sur 5 ans ;
- en 2024, pour 100 % la moyenne sur 5 ans, i.e. conforme à la méthodologie de la Notice.

Il convient néanmoins de noter (cf. partie 2.2.2) que, à la suite de l'augmentation des taux intervenue en 2022, le BNetzA n'a pas appliqué un calcul du taux sans risque pleinement conforme à la méthodologie de la Notice en 2024.

Cette approche progressive a été explicitement reconnue par la Commission européenne, qui a seulement demander un effort pour réduire la durée de la période de transition :

« Regarding the risk-free rate, the Commission recognises that BNetzA's approach mitigates an otherwise large drop in the WACC value. In this context, the Commission also invites BNetzA to fully implement the methodology of the Notice sooner than 2024, insofar the economic developments allow it. »⁴

Cette période de transition explicite, acceptée par la Commission européenne, démontre que l'application stricte et immédiate de la Notice n'a jamais été considérée comme une obligation absolue, même lors de sa mise en œuvre initiale.

2.2.2 Des régulateurs nationaux se sont écartés par la suite de l'application stricte de la méthodologie de la Notice, notamment concernant le calcul du taux sans risque pour prendre en compte l'évolution des conditions économiques

Cas de l'Espagne :

La CNMC s'est, dès 2022, éloigné de l'application de la Notice s'agissant du calcul du taux sans risque en prenant une moyenne pondérée avec pour 50 % la moyenne sur cinq ans des rendements des obligations d'État (méthode définie par la Notice) et pour 50 % la moyenne sur les 6 derniers mois des rendements des obligations d'État.

La CNMC a reproduit cette méthode fin 2023 et fin 2024 en adaptant les pondérations (66 %-33 % fin 2023, 75 %-25 % fin 2024).

La CNMC a justifié sa décision de déroger à la Notice par les conditions économiques : *« The CNMC argues that including the yields over a 6-month period is justified by economic conditions, specifically current government bond yields, which are above the level calculated with the WACC Notice approach. »*

⁴ EC - Case DE/2021/2339: Wholesale local access provided at a fixed location in Germany – amendment of prices

La Commission européenne a validé cette application dérogatoire de la Notice par la CNMC : « *The Commission notes that, RFR is a key parameter of the WACC. At the same time the Commission recognises the CNMC's justification for this deviation and acknowledges that it is smaller than in the previous WACC calculation.* » (Commission Comments pursuant to Article 32(3) of Directive (EU) 2018/1972, Case ES/2024/2544)

Cas de l'Allemagne :

Face à l'écart significatif entre la valeur calculée par le BEREC (0,60 %) et les rendements courants (2,48 % en juin 2024), le régulateur allemand (BNetzA) a également opté en 2024 pour une moyenne pondérée :

- 67 % pour la moyenne sur cinq ans des rendements des obligations d'État (entre avril 2019 et mars 2024)
- 33 % pour la moyenne sur les trois derniers mois des rendements des obligations d'État (avril à juin 2024)

Le BNetzA a justifié sa décision de déroger à la Notice par l'écart entre l'application de la Notice et l'évolution récente des taux : « *il semble problématique que l'évolution moyenne des taux d'intérêt des 5 dernières années et l'évolution actuelle des taux d'intérêt divergent à tel point qu'elles ne reflètent pas les conditions de financement actuelles* » (Reference Case DE/2024/2530)

Cette adaptation a été acceptée par la Commission européenne.

Cas de la France :

Fin 2023, l'Arcep s'est également éloigné de l'application de la Notice s'agissant du calcul du taux sans risque en prenant une moyenne pondérée avec pour 50 % la moyenne sur cinq ans des rendements des obligations d'État 10 ans et pour 50 % la moyenne sur les 5 derniers mois des rendements des obligations d'État 10 ans.

Pour expliquer cela, l'Arcep citait ce que la Commission européenne indique dans sa Recommandation Gigabit :

« (60) *Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») employé devrait refléter la situation courante du marché. Si le CMPC applicable ne tient pas suffisamment compte de la situation économique courante, il pourrait être pertinent de mettre à jour le CMPC applicable de manière à faire en sorte qu'il tienne compte des paramètres macroéconomiques corrects.* »

L'Arcep en concluait : « *Compte tenu de ce contexte et de la nécessité que le coût moyen pondéré du capital reflète la situation actuelle du marché, il apparaît justifié d'adapter la méthode d'évaluation du taux sans risque.* »

Cette adaptation a été acceptée par la Commission européenne : « *La Commission reconnaît que si les ARN proposent une approche alternative dûment justifiée, conforme aux objectifs réglementaires énoncés dans le Code et reflétant la situation macroéconomique nationale actuelle, une telle approche pourrait être poursuivie* ».

Cette analyse des approches adoptées par les différents régulateurs européens démontre clairement que les déviations par rapport à la méthodologie de calcul du CMPC de la Notice sont devenues une pratique dès lors qu'elles sont justifiées par les conditions économiques nationales.

La Commission européenne a explicitement reconnu que les régulateurs peuvent s'écarter de la méthodologie préconisée dans la notice si elles proposent une approche alternative dûment justifiée, comme elle l'a par exemple indiqué dans l'avis qu'elle a rendue au projet de décision de l'Arcep de fin 2023.



L'Arcep a donc toute légitimité pour s'écarter de la notice, à condition de fournir une justification conforme aux objectifs réglementaires énoncés dans le Code et reflétant la situation macroéconomique nationale actuelle.

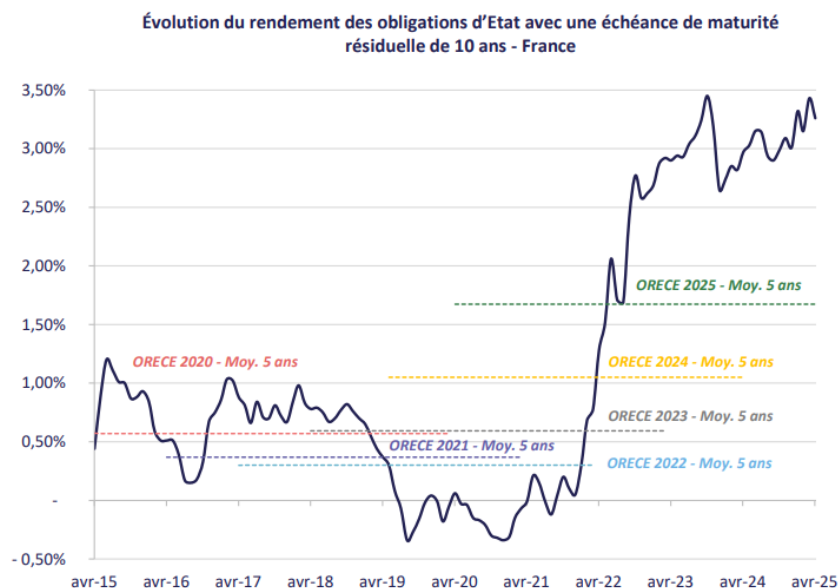
*** **

*** **

Partie 3. L'Arcep doit faire usage des marges de manœuvre dont elle dispose pour le calcul du paramètre de taux sans risque, de manière à se rapprocher des conditions de financement des opérateurs sur le marché.

Dans son projet de décision mis en consultation publique, l'Arcep estime que les conditions de marché justifient désormais de revenir à une application stricte de la Notice de la Commission européenne pour le calcul du paramètre du taux sans risque.

L'Arcep produit le graphique rappelé ci-dessous, présentant l'évolution du niveau au cours des 10 dernières années des rendements des obligations d'État françaises à 10 ans. L'Arcep note ainsi que « le niveau des rendements des obligations d'État françaises s'est stabilisé à la suite de la hausse survenue durant la période 2022-2023 », et en déduit que « la période des 5 dernières années est représentative des conditions macroéconomiques ».



L'Arcep tire de cette analyse la conclusion « qu'il n'est plus nécessaire de retenir une moyenne des rendements sur deux périodes pour refléter la situation macroéconomique nationale » et propose ainsi de « revenir à la méthode de calcul du taux sans risque préconisée par la Commission européenne, en retenant la moyenne des rendements constatés sur les 5 dernières années des obligations d'État », ce qui donne un taux de 1,67 %.

3.1 Afin d'évaluer une projection du taux sans risque pour la période d'application du CMPC, la Notice recommande une moyenne sur cinq ans, fiable dans un contexte économique relativement stable, mais qui s'avère inadaptée en période de retournement économique.

La Notice de la Commission européenne relative au calcul du CMPC recommande d'utiliser une moyenne historique sur cinq ans du taux des obligations d'État à 10 ans pour estimer le taux sans risque. La Notice préconise l'usage d'une moyenne sur cinq ans apparaît justifié pour atténuer la volatilité de court terme, et donc répondre à une exigence de robustesse statistique et de régularité des estimations.

« 27. [...] Un allongement de la période de calcul de la moyenne tend à favoriser une plus grande prévisibilité et une meilleure stabilité de la valeur des paramètres, mais au détriment de l'efficience statique. Une période de 5 ans, soit la plus couramment utilisée par les ARN, tend à permettre un juste équilibre entre prévisibilité et efficience »

Le recours à une moyenne historique sur cinq ans pour l'évaluation du taux sans risque, tel que préconisé par la Notice, ne vise pas uniquement à refléter une valeur passée, mais à fournir une estimation robuste susceptible de servir de référence prospective pour l'évaluation du coût du financement public sur la période à venir d'application du CMPC. Ce recours à une moyenne sur cinq ans doit permettre de garantir une stabilité des calculs tout en restant cohérent avec les tendances macroéconomiques observables au moment où le CMPC sera appliqué. Il s'agit d'un compromis entre précision économique et stabilité réglementaire, en cohérence avec l'objectif de prévisibilité pour les investisseurs.

La Notice rappelle à juste titre que le CMPC calculé a justement pour finalité de mesurer le coût d'opportunité pour réaliser un investissement donné sur la période où le CMPC va s'appliquer, i.e. dans une démarche prospective.

« 2. Le CMPC mesure le coût du capital d'une entreprise. Conformément à la théorie économique, le coût du capital est le coût d'opportunité d'un investissement donné par rapport à un autre investissement présentant un niveau de risque semblable. Le coût du capital est donc le taux de rendement exigé par une entreprise pour réaliser un investissement donné. »

Dans un contexte économique relativement stable, caractérisé par des taux d'intérêt peu volatils – comme ce fut le cas en Europe entre 2014 et 2021 – cette méthode présente une réelle cohérence. La moyenne sur cinq ans est alors supposée refléter de manière fiable la tendance de long terme du coût du financement. Elle permet d'atténuer les variations conjoncturelles, et fournit alors un niveau de taux réaliste pour la période d'application du CMPC à venir.

En revanche, cette méthode perd en pertinence dès lors que l'on entre dans une phase de bouleversement macroéconomique profond. C'est notamment le cas depuis 2022, avec le retour de l'inflation, le durcissement rapide des politiques monétaires, et la remontée marquée des taux d'intérêt à long terme. Dans un tel contexte, la moyenne sur cinq ans devient une mesure fortement inertielle, incapable de refléter les nouvelles conditions de financement auxquelles sont confrontés les investisseurs.

3.2 Le taux sans risque calculé par l'Arcep est sous-estimé et ne reflète pas correctement les conditions macroéconomiques pour la période d'application du CMPC à compter de 2026.

La période récente, au cours de ces cinq dernières années, est marquée par une série de chocs exogènes – pandémie, tensions géopolitiques, resserrement monétaire – qui ont profondément modifié les conditions d'accès au financement sur les marchés. En reprenant le graphique produit par l'Arcep rappelé ci-dessus, le rendement des obligations à 10 ans est ainsi passé de moins de 0,2 % en 2020 à près de 3 % en 2024.

Sur cette période marquée par une phase de retournement macroéconomique profond caractérisée par une remontée extrêmement rapide des taux de rendement des obligations, l'application d'une moyenne sur cinq ans conduit dès lors à une sous-estimation du taux sans risque.

Si on peut effectivement être d'accord avec l'Arcep sur le fait que « *le niveau des rendements des obligations d'État françaises s'est stabilisé à la suite de la hausse survenue durant la période 2022-2023* », il n'est pas correct d'en déduire, comme le fait pourtant l'Arcep, que « *la période des 5 dernières années est représentative des conditions macroéconomiques* » pour la période d'application du CMPC à compter de 2026.

Le taux sans risque évalué par l'Arcep en application de cette méthode (1,67 %) est ainsi nettement inférieur au rendement actuel des obligations d'État 10 ans françaises, qui s'établit à date⁵ à 3,2 % (juin 2025). Cet écart de 1,53 point reflète la rupture structurelle identifiée précédemment dans les conditions de marché.

⁵ moyenne en juin 2025 des taux de rendement des obligations d'État françaises à 10 ans

3.3 Le CMPC évalué par l'Arcep pour application à compter de 2026 est donc sous-évalué, ce qui va directement à l'encontre des objectifs de la régulation.

Le CMPC établi par l'Arcep dans son projet de décision mis en consultation publique, calculé en application de la formule de la Notice sur la base d'un taux sans risque manifestement sous-évalué (cf. 3.2), est donc également sous-évalué. Cela a pour conséquence directe une baisse du CMPC réglementaire à compte de 2026, ce qui compromet la réalisation des objectifs de régulation.

En premier lieu, un CMPC sous-évalué ne permet pas de refléter correctement le coût réel du capital auquel fait face Orange. Lorsqu'il est appliqué à l'évaluation des coûts pour les infrastructures régulées, un tel CMPC sous-évalué conduit ainsi à remettre en cause l'objectif d'orientation vers les coûts, puisqu'il ne reflète pas les coûts que rencontre Orange lorsqu'il cherche des financements sur le marché.

En deuxième lieu, un CMPC sous-évalué, qui se traduit par une rémunération insuffisante du capital, a pour conséquence de décourager les investissements dans les infrastructures régulées. Or, comme rappelé précédemment (cf. 1.4), Orange a investi au cours de ces dernières années plus de [...] par an dans ses infrastructures de génie civil (hors les déploiements liés à son propre réseau FttH), en réponse notamment aux fortes attentes des collectivités locales en matière d'exploitation et de résilience.

En dernier lieu, un CMPC sous-évalué compte tenu d'un taux sans risque manifestement déconnecté des réalités du marché traduit une perte de crédibilité réglementaire, et risque *in fine* de nuire à la confiance des investisseurs.

3.4 Intégrer pour *a minima* 25 % les taux sans risque actuels apparaît compatible avec ce que la Commission européenne pourrait accepter, et permettrait de se rapprocher des conditions économiques actuelles.

L'Arcep a déjà reconnu en 2023 (décision n° 2023-2318) la nécessité d'adapter la méthodologie de calcul du taux sans risque pour mieux refléter les conditions économiques actuelles. Cette décision était motivée par le contexte macroéconomique de hausse rapide des taux d'intérêt et la nécessité de disposer d'un CMPC trop décorrélé des paramètres économiques pertinents.

Revenir aujourd'hui à une application stricte de la Notice, comme le propose l'Arcep dans son projet de décision mis en consultation publique, constitue un revirement alors que les conditions économiques qui avaient motivé cette adaptation flexible sont toujours présentes.

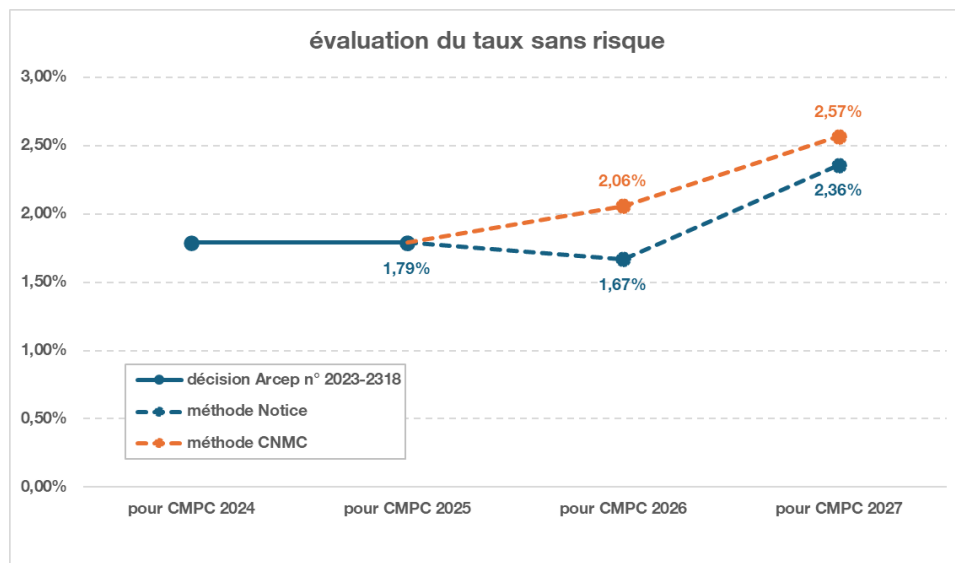
La reprise par l'Arcep de la méthode retenue par la CNMC fin 2024, consistant à calculer le paramètre de taux sans risque en prenant la moyenne pondérée avec (i) 75 % pour la moyenne sur cinq ans des rendements des obligations d'État 10 ans et (ii) 25 % pour la moyenne sur les trois derniers mois, permet, en première analyse, de se rapprocher des conditions économiques actuelles, tout en se maintenant dans l'objectif d'harmonisation méthodologique de la Notice avec l'impératif de réalisme économique.

L'application de la méthode retenue par la CNMC conduit à un taux sans risque de 2,06 %⁶ pour l'évaluation du CMPC pour 2026, contre 1,67 % avec l'application stricte de la méthode de la Notice, ce qui a pour effet de réduire l'écart avec les conditions réelles de marché, sans créer de discontinuité majeure.

Ainsi que l'illustre le graphique ci-dessous, dans l'hypothèse où le niveau des rendements des obligations d'État françaises se maintient au cours des deux prochaines années au niveau moyen observé depuis début 2025 (soit 3,2 %), et en supposant une nouvelle évaluation dans un an, l'application de la méthode retenue par la CNMC a pour effet de permettre une approche lissée et

⁶ soit la moyenne pondérée avec 75 % pour 1,67 % (la moyenne sur cinq ans) et 25 % pour 3,23 % (la moyenne sur les trois derniers mois)

progressive pour le calcul du taux sans risque sur la période 2025-2027, contrairement à l'application stricte de la méthode de la Notice qui conduit, sur cette même période, à une baisse, suivie d'une hausse un an plus tard si aucun changement de tendance n'a lieu.



En conclusion, l'application de la méthode retenue par la CNMC, même si elle reste loin de permettre d'obtenir un niveau de CMPC comparable à ceux évalués pour Orange par des tiers, présente plusieurs avantages :

- elle évite une évolution erratique du CMPC avec une baisse en 2026 suivie d'une hausse fortement probable en 2027, ce qui va à l'encontre des objectifs revendiqués par la Notice, i.e. la prévisibilité et la promotion des investissements efficaces ;
- elle permet un alignement progressif sur la méthode stricte de la Notice à mesure que les rendements historiques intègrent les taux récents ;
- elle reflète mieux les conditions actuelles du marché.

Dans ce contexte, Orange demande à l'Arcep de revoir sa méthode de calcul du taux sans risque en intégrant *a minima* 25 % des données récentes sur les rendements des obligations, comme le font d'autres régulateurs européens, afin que le niveau de CMPC soit économiquement plus soutenable, et moins désincitatif à l'investissement.

*** **

*** **