

Réponse de SFR à la consultation publique de l'ARCEP sur la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités fixes régulées à compter de l'année 2026

Dans le cadre du 7^{ème} cycle d'analyse de marché (décisions n°2023-2801 de l'ARCEP du 14 décembre 2023 et suivantes) portant sur les années 2024 à 2028, l'ARCEP a lancé, le 13 juin 2025, une consultation publique relative à la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital ou coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») applicable aux offres régulées d'Orange reposant sur son réseau fixe. Ce taux s'applique à toutes les offres régulées d'Orange utilisant son réseau fixe et soumises à une obligation tarifaire d'orientation vers les coûts. Le taux nominal de CMPC avant impôts proposé par l'ARCEP s'établit 5%, soit 3% avant impôts en réel (après prise en compte du taux prévisionnel d'inflation à 5 ans de la BCE de 2%).

SFR salue le recours à une méthodologie alignée sur celle du BEREC, garantissant ainsi une cohérence européenne dans le calcul du CMPC.

Cependant, à notre sens, deux réserves majeures demeurent :

1. La nécessité de distinguer le CMPC du génie civil (GC) - activité structurellement encore moins risquée - de celui des autres activités régulées ;
2. Le besoin d'ajuster les paramètres retenus (prime de dette, ratio d'endettement) afin de mieux refléter les spécificités financières d'Orange par rapport aux autres opérateurs européens de référence.

1. Un CMPC différencié apparaît incontournable pour refléter le profil de risque nul du génie civil

1.1 Il existe des précédents réglementaires en faveur d'un CMPC différencié

Le principe de différenciation des taux de rémunération du capital selon le niveau de risque des actifs est reconnu à l'échelle européenne. Depuis 2005, l'OFCOM désagrége le CMPC de BT/Openreach. En 2021, elle applique :

- un CMPC de 7,1 % aux activités d'Openreach ;
- 7,9 % pour les activités télécoms classiques ; et
- 10,9 % pour les autres activités.

Ce choix s'appuie sur une logique de différenciation des risques systémiques¹ :

« *We disaggregate the BT Group asset beta, cost of debt and WACC to reflect differences in the systematic risk of the different activities within BT Group* ».

¹ [2021 WFTMR: Annexes 1-26](#)

La Recommandation (UE) 2024/539 de la Commission européenne du 6 février 2024 sur la promotion réglementaire de la connectivité gigabit (point 74) confirme cette approche² :

« ...les ARN peuvent s'appuyer en partie, pour fixer la prime de risque, sur des modèles financiers détaillés qui permettent de comparer la volatilité des rendements des réseaux à très haute capacité et des réseaux historiques. Si des informations suffisantes sont disponibles, par exemple en provenance des marchés financiers, les ARN peuvent également s'appuyer en partie sur des techniques d'estimation quantitative qui permettent de ventiler les risques systématiques des différents actifs. »

Ce principe est par ailleurs partiellement appliqué en France : l'ARCEP utilise une prime de risque de 4 % pour le déploiement du FTTH. Le génie civil, en tant qu'infrastructure passive, bénéficie d'un niveau de risque encore plus faible, justifiant pleinement un CMPC spécifique.

1.2 Le CMPC appliqué au GC devrait exclure tout risque financier

1.2.1 Orange est protégé de toute sous-couverture des coûts par la réglementation en vigueur

Le modèle de tarification de la prestation GC-BLO garantit à Orange le recouvrement intégral de ses coûts, éliminant de facto le risque financier sur cette activité. En conséquence, le CMPC appliqué ne devrait pas inclure de rémunération liée à un risque financier inexistant.

Pour cela, SFR propose d'utiliser le bêta des actifs, qui mesure uniquement le risque opérationnel, en excluant les effets de levier financier. Le BERECE indique un bêta moyen des actifs de 0,36 au sein du panel d'opérateurs retenus.

L'application de ce bêta conduirait à un CMPC nominal de 4,0 %, soit 2,0 % en réel.

1.2.2 Les flux de trésorerie générés par le Génie Civil sont stables et prévisibles

L'ARCEP souligne que les actifs de GC sont avant tout au service de l'activité principale d'Orange. Si ce lien est compréhensible sur le plan fonctionnel, il ne saurait justifier une rémunération identique. Le GC génère des revenus stables et récurrents, fondés sur une demande incompressible (celle des déploiements de réseaux FTTH notamment), et ne présente aucune exposition à la volatilité du marché.

Il apparaît donc incohérent d'appliquer au GC un WACC identique à celui du réseau cuivre, alors que son profil de risque est radicalement différent.

² https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202400539

2. Les paramètres retenus surestiment artificiellement le niveau de WACC d'Orange

Même s'ils sont conformes à la méthodologie du BERC, les paramètres retenus conduisent - appliqués mécaniquement - à une surestimation du coût du capital d'Orange.

La prime de dette retenue est calculée comme la moyenne des opérateurs européens représentatifs. Or, Orange présente la seconde prime la plus faible de ce groupe : 71 points contre 117 en moyenne pour le groupe. Cet écart induit une **hausse de + 0,2 % du WACC nominal**.

Le ratio d'endettement utilisé est également la moyenne européenne (47,35 %), alors que celui d'Orange s'établit à 57,61 %. Un ratio plus élevé, en présence d'un coût de la dette inférieur au coût des fonds propres, réduit mécaniquement le CMPC. L'écart observé conduit cette fois à une surestimation **de + 0,4 % du CMPC**.

En appliquant les paramètres spécifiques à Orange, le CMPC nominal serait ramené à **4,3 % : soit 0,7 point en dessous du taux proposé**.

Au regard de ces éléments, SFR appelle l'ARCEP à ajuster sa méthode de calcul du CMPC afin de mieux refléter les spécificités économiques et financières des actifs concernés. Il apparaît essentiel, d'une part, de reconnaître le profil de risque particulièrement faible du génie civil en lui appliquant un taux de rémunération différencié, fondé sur un bêta des actifs représentatif. D'autre part, les paramètres financiers retenus - notamment la prime de dette et le ratio d'endettement - devraient être adaptés aux caractéristiques propres d'Orange, afin de ne pas conduire à une surestimation injustifiée du coût du capital. Ces ajustements sont nécessaires pour garantir une régulation équilibrée, fidèle à la réalité des activités régulées.

Voici en résumé et pour conclure les résultats de chacune des hypothèses proposées :

	Données ARCEP
	Données Orange
	Bêta utilisé dans le calcul du CMPC

Données ARCEP 2025	
RFR =	1,67%
ERP =	5,96%
g =	47,35%
(1-G)	52,65%
Prime de dette =	1,17%
β Fond Propre =	0,5900
β Dette (fixe)	0,1000
β Actif Eco	0,36
IS	0,7417
Coût de la dette	2,8%
Coût des fonds propres	7,0%
WACC Nominal :	5,0%
WACC Réel :	3,0%

Données ARCEP 2025 + Gearing / Debt premium OR	
RFR =	1,67%
ERP =	5,96%
g =	57,61%
(1-G)	42,39%
Prime de dette =	0,71%
β Fond Propre =	0,5900
β Dette (fixe)	0,1000
β Actif Eco	0,31
IS	0,7417
Coût de la dette	2,4%
Coût des fonds propres	7,0%
WACC Nominal :	4,3%
WACC Réel :	2,3%

WACC GC ; Bêta actif	
RFR =	1,67%
ERP =	5,96%
g =	47,35%
(1-G)	52,65%
Prime de dette =	1,17%
β Fond Propre =	0,5900
β Dette (fixe)	0,1000
β Actif Eco	0,36
IS	0,7417
Coût de la dette	2,8%
Coût des fonds propres	5,1%
WACC Nominal :	4,0%
WACC Réel :	2,0%

WACC GC ; Bêta actif + Gearing / Debt premium OR	
RFR =	1,67%
ERP =	5,96%
g =	57,61%
(1-G)	42,39%
Prime de dette =	0,71%
β Fond Propre =	0,5900
β Dette (fixe)	0,1000
β Actif Eco	0,36
IS	0,7417
Coût de la dette	2,4%
Coût des fonds propres	5,1%
WACC Nominal :	3,5%
WACC Réel :	1,5%
