

Réponse à la consultation de l'ARCEP portant sur la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital pour les activités fixes et mobiles régulées à compter de l'année 2021

Juillet 2020

INTRODUCTION

L'ARCEP a mis en consultation publique le 3 juin 2020 un projet de décision visant à fixer les taux réglementaires de rémunération du capital pour les activités fixes et mobiles régulées à compter de l'année 2021.

La Banque des Territoires accueille très favorablement cette consultation au regard notamment de l'évolution des conditions de financement sur les marchés qui conduit à une tendance baissière des taux, et remercie l'ARCEP pour les travaux menés dans ce cadre.

Mobilisée dès 2001 à la demande de l'Etat, la Banque des Territoires est aujourd'hui pleinement engagée dans les déploiements des réseaux fixes à très haut débit en fibre optique (FttH). Elle intervient principalement par des investissements en fonds propres au niveau local dans des sociétés de projet titulaires de Délégation de Service Public (concession ou affermage) sur sollicitation de l'industriel retenu à l'issue de l'appel d'offres, et en co-investissement avec des fonds d'infrastructures. Elle finance par ailleurs de nombreuses collectivités territoriales via les prêts sur fonds d'épargne notamment.

Dans ce cadre, depuis 2001, la Caisse des Dépôts a investi plus de 560 millions d'euros sur ses fonds propres dans 53 Réseaux d'Initiative Publique aux côtés de plusieurs groupes industriels – Altitude Infrastructure, Axione, Covage-Tutor, SFR Collectivités et TDF. Les réseaux ainsi financés en prêt ou fonds propres desserviront près de 10 millions de locaux (foyers et entreprises) en fibre optique à l'horizon 2025.

Dans ce contexte, la Banque des Territoires est particulièrement vigilante à la préservation de l'écosystème des Réseaux d'Initiative Publique (RIP) pour permettre de délivrer dans les meilleures conditions possibles (quantité, qualité, calendrier) des services très haut débit à l'ensemble des populations dans les zones les plus rurales. Cet écosystème a été fragilisé par la crise sanitaire récente, les déploiements FttH ont été ralentis, les capacités d'investissements des acteurs privés comme publics ont été mises sous pression.

Et pourtant cette crise a également mis en exergue la nécessité d'un déploiement rapide et complet des réseaux FttH, sur l'ensemble du territoire national. L'effort d'investissement et de déploiement doit se poursuivre et se renforcer et cela dans un cadre budgétaire contraint pour l'ensemble des acteurs de l'écosystème.

La consultation, objet de la présente, revêt dès lors une importance toute particulière, le niveau de WACC ayant, notamment, une influence significative sur la tarification des offres d'accès au génie civil d'Orange. Les charges induites par l'accès au génie civil d'Orange représentent de l'ordre de 40% à 50% des charges d'exploitation des projets FttH. Ces charges sont un poste de coûts majeur des plans d'affaires des RIP et leur tarification doit refléter le profil de risque de ces infrastructures.

En ce sens, la Banque des Territoires confirme ses observations de juin 2017 ; il serait pertinent d'envisager un taux de rémunération du capital spécifique pour les activités de génie civil régulées.

Concernant les modalités de calcul du WACC soumises à la présente consultation, la Banque des Territoires constate que la méthode envisagée permet de mieux refléter les coûts réels de

rémunération du capital. Elle soutient l'ensemble de la démarche amenant à une baisse du taux proche de 4%. Aussi, dans le cadre de cette consultation, nous proposons de :

- (i) Considérer le taux sans risque de l'année en se basant sur des moyennes des rendements des OAT sur les marchés à terme (*futures*) ou des prévisions sur la base des annonces des émissions. Pour la période à venir les OAT sont prévues stables. Le taux de 0,57 % semble en ce sens un maximum à date ;
- (ii) Différentier le bêta de l'actif selon que l'actif est du génie civil ou des infrastructures pour des services fixes et mobile de l'opérateur régulé.

Le présent document détaille ci-après l'analyse de la Banque des Territoires sur la méthode employée pour l'évaluation du coût moyen pondéré du capital et le niveau des paramètres de calcul (I) et le niveau du taux de rémunération du capital (II).

I. Méthode d'évaluation du WACC et niveau des paramètres de calcul

Pour assurer l'homogénéité du calcul du WACC, la commission recommande dans sa communication d'utiliser le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Cette méthode de calcul inclut des paramètres économiques généraux et des paramètres spécifiques aux entreprises.

La Banque des Territoires souhaite partager ci-après ses réflexions sur les niveaux retenus pour ces paramètres dans le cadre de la présente consultation.

Paramètres économiques généraux

Concernant le **taux sans risque** (RFR), il s'agit d'un paramètre propre à chaque État membre et la Commission préconise de recourir au rendement des obligations d'État avec une échéance résiduelle de 10 ans afin de garantir que les différences entre les RFR reflètent fidèlement les disparités des conditions de financement entre les États membres.

La Banque des Territoires rejoint en ce sens l'ARCEP, qui, en appliquant les recommandations de la Commission, obtient un taux sans risque de 0,57% (scénario A). En revanche, et à ce stade, faute de justification économique probante, le taux présenté dans le scénario B à hauteur de 1,48% ne nous paraît pas adapté puisque rien n'indique que les RFR ne continueront pas à baisser à l'avenir. Ajoutons qu'il serait possible de baser les estimations du RFR sur les rendements des obligations sur les marchés à terme lorsque disponibles ou sur les consensus de projection des OAT. Des prévisions OCDE misent en l'occurrence sur une stabilité des OAT France.

Concernant la **prime de risque marché** (ERP), l'ORECE a publié le 29 juin 2020¹ une étude détaillée de son estimation de l'ERP sur un échantillon de pays ajusté et propose une fourchette entre 4,18% (moyenne géométrique) et 5,31% (moyenne arithmétique). L'ORECE ajoute que les recommandations de la Commission s'orientent vers l'utilisation de la moyenne arithmétique.

Paramètres spécifiques aux entreprises

Le **bêta** est certainement le paramètre le plus structurant dans le calcul du WACC.

L'ARCEP a choisi d'utiliser pour l'estimation du bêta, un groupe de comparables constitué de 12 entités : Orange, British Telecom, Deutsche Telekom, Telefonica, KPN, Telia, Vodafone, NOS, Elisa.

Pour les marchés français régulés, l'ARCEP aurait aussi pu retenir seulement Orange ou éventuellement un groupe de comparables incluant également Altice et Iliad, les deux seuls autres opérateurs respectant potentiellement les critères de sélection établis par la Commission. Cette dernière approche aurait vraisemblablement conduit à proposer un bêta de 0,5.

Aussi, afin de calculer le coût du capital du génie civil, il serait possible de s'appuyer sur un groupe de comparables qui ne sont pas des opérateurs de détail mais des opérateurs d'infrastructures de réseau similaires sans risques (réseau d'eau, transport du gaz, distribution du gaz, distribution de l'électricité). Il est sans doute difficile de constituer un échantillon et de calculer les bêtas correspondants. Pour contourner cette difficulté, il peut être possible de

¹ BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice : https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/reports/9364-berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commission8217s-wacc-notice

comparer le WACC obtenu pour le génie civil à celui des sociétés de concessions (d'autoroutes en particulier).

Le **ratio d'endettement** est estimé par l'Arcep à 32% sur la base des 12 opérateurs précités. En retenant l'approche d'un périmètre d'analyse restreint à Orange, le ratio d'endettement obtenu aurait probablement été plus élevé.

Concernant la **prime de dette**, notre analyse est que les émissions d'obligations à 10 ou 12 ans émises par Orange depuis 2016 ont offert un rendement moyen de 1,27%, soit une prime de dette de 0,75%.

La prime de dette estimée à 1,12% par l'ARCEP semble ainsi plus élevée. Nous ne disposons pas du détail du calcul effectué par l'ARCEP pour apprécier plus en détails le taux retenu.

Emissions obligataires à 10 ou 12 ans d'Orange depuis 5 ans

date d'émission	taux	durée (années)	Obligation FR à 10 ans	prime de dette
janv-16	0,88%	10	0,33%	0,55%
févr-17	1,50%	10	1,03%	0,47%
janv-19	2,00%	10	0,65%	1,35%
janv-18	1,38%	12	0,86%	0,52%
mai-19	1,34%	12	0,3%	1,04%
mars-20	0,50%	12	-0,06%	0,56%
moyenne	1,27%			0,75%

Source : données Orange

II. Taux de rémunération du capital retenu

L'ARCEP ne retient qu'un seul niveau de WACC pour l'ensemble des activités régulées. Comme évoqué précédemment on pourrait estimer pertinent de définir un taux spécifique pour les offres régulées de génie civil, étant entendu que le risque de l'activité de génie civil est faible.

L'argument invoqué par l'ARCEP sur la convergence des réseaux justifie l'absence de WACC spécifique pour le mobile. Il pourrait en être autrement s'agissant du génie civil.

En effet, la recommandation sur les réseaux d'accès de nouvelle génération de la Commission européenne du 20 septembre 2010 indiquait déjà que le génie civil ne présente pas un profil de risque équivalent à ceux de réseaux NGA et que *« lorsqu'elles fixent le tarif d'accès à l'infrastructure de génie civil, les ARN devraient considérer que le profil de risque n'est pas différent de celui de l'infrastructure en cuivre, sauf si l'opérateur PSM a dû encourir des coûts de génie civil spécifiques — dépassant les coûts de maintenance normaux — pour déployer un réseau NGA »*.

Ainsi une des pistes identifiées pour déterminer un taux de WACC spécifique au génie civil serait d'estimer un WACC du GC avec le profil de risque de l'opérateur historique qui l'exploite ou un échantillon sur une activité comparable (réseau d'eau, électricité, cf. paragraphe sur le bêta de l'actif) et permettrait de respecter au plus près la communication de la Commission qui préconise d'adapter les paramètres spécifiques aux entreprises qui *« traduisent la situation économique de l'entreprise pour laquelle le régulateur estime le CMPC »*, comme le font d'autres Autorités de Régulation Nationales (ARN)².

² L'Ofcom (UK), la CNMC (ES), etc.