



Fixation des taux réglementaires de rémunération du capital pour les activités fixes et mobiles régulées à compter de l'année 2021 / Projet de décision

Consultation publique du 3 juin au 3 juillet 2020

Réponse du Groupe Orange

Contacts :

olivier.dezetave@orange.com

Lien vers la consultation :

<https://www.arcep.fr/actualites/les-consultations-publiques/p/gp/detail/fixation-du-taux-reglementaire-de-remuneration-du-capital-pour-les-activites-fixes-et-mobiles-regule.html>

Synthèse

Orange exprime ses plus extrêmes réserves aussi bien sur la méthode que sur les résultats présentés dans la consultation 2020 sur le coût du capital.

Le projet de décision s'appuie, pour un certain nombre de paramètres, sur la Communication de la Commission européenne relative au calcul du coût du capital pour l'infrastructure historique¹. Or, cette Communication est très critiquable, en particulier **dans les traitements erronés qu'elle préconise pour les taux d'intérêt et la prime de risque actions** (cf. infra). De façon paradoxale, la Communication aboutit à des résultats contraires aux principes qu'elle est censée promouvoir et notamment les principes de cohérence, de prévisibilité de la régulation et de promotion des investissements.

Le projet que l'Arcep a mis en consultation aboutit par conséquent à un niveau de Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) **décorrélé de toute réalité économique**. Il est, par ailleurs, incompréhensible que l'Arcep, promoteur de l'investissement et de la qualité de service, envisage une telle décision au regard du **signal très défavorable envoyé aux investisseurs et, plus largement, au secteur des télécommunications**.

La fourchette soumise à consultation pour le CMPC, nominal avant impôt, est de 4 à 6,4%, contre 7,6% actuellement. Cette baisse, de 120 jusqu'à 360 points de base, interpelle par son ampleur. Elle **déroge à de nombreux principes** de bonne régulation : stabilité et prévisibilité notamment.

L'application des préconisations de la CE aboutit de surcroît à une fourchette qui n'est pas conforme au droit. Contrairement à ce que prévoit l'article D. 312 du CPCE, elle ne tient compte ni du CMPC d'Orange, ni de celui que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France. Elle est sans commune mesure avec les niveaux de CMPC évalués et utilisés par les analystes et experts financiers, que ce soit pour Orange ou pour le reste du secteur.

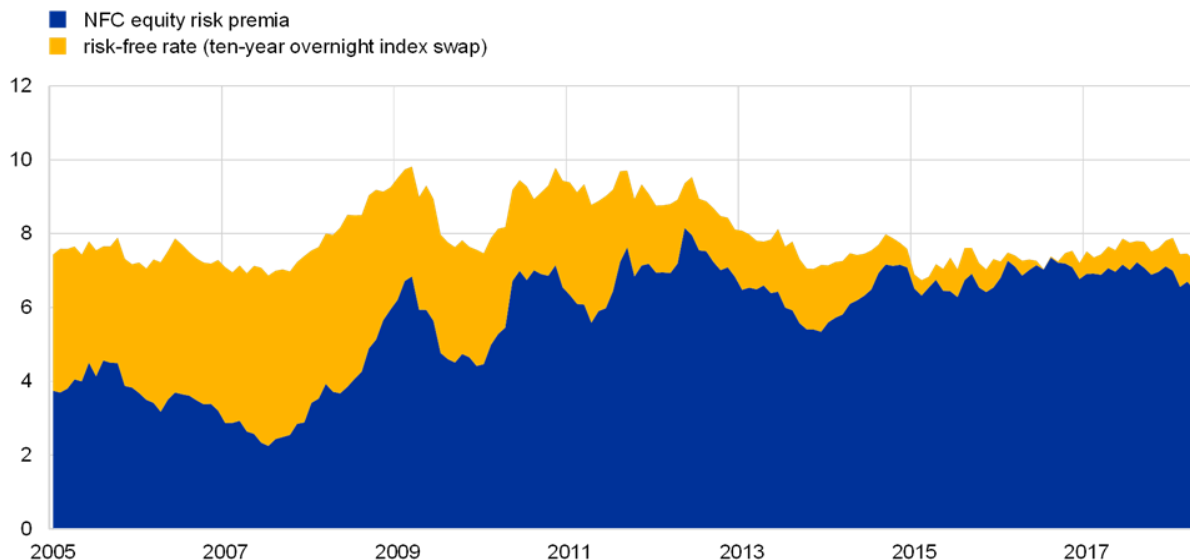
Il est important de rappeler à cet égard que cette Communication n'est pas contraignante et que l'Arcep a toute latitude de s'en écarter notamment pour tenir compte d'un environnement conjoncturel très spécifique lié à la crise.

De surcroît, la Communication laisse au régulateur la possibilité d'adopter une **période de transition** si l'application de la méthode entraîne des modifications substantielles du CMPC. Or l'Arcep ne tient aucun compte de cette possibilité. L'Arcep va même jusqu'à indiquer dans son projet de décision que « *l'application de la méthode de la Commission conduit à une baisse importante du taux de rémunération du capital par rapport à la méthode historique de l'Arcep. Toutefois, cette baisse doit être appréciée dans un contexte de tendance haussière des coûts des produits régulés pesant plus lourd au plan financier qui s'inscrit en sens inverse.* » Ce faisant, l'Arcep transforme le CMPC, paramètre clef, et fondamental pour les investissements, en une **simple variable d'ajustement à la main du régulateur, au mépris du principe de couverture des coûts qui devrait s'appliquer**.

¹ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC1106\(01\)&from=FR](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC1106(01)&from=FR)

Sur le plan technique, Orange déplore la mise en œuvre d'une Communication qui induit des valeurs incohérentes des paramètres reflétant les conditions économiques générales (taux sans risque et prime de marché actions). Son **application mécanique, même avec l'adaptation d'un taux sans risque estimé sur une moyenne des dix dernières années indiquée par l'Arcep, n'en corrige pas les lacunes**. Orange s'étonne également des valeurs obtenues pour les paramètres spécifiques (bêta, spread et coût de la dette) dans le contexte de l'accroissement actuel du niveau de risque sur les marchés.

- En premier lieu, Orange critique tout particulièrement les préconisations de la Commission concernant les paramètres économiques. **La somme du taux sans risque (R_f) et de la prime de marché actions (Equity Risk Premium ou ERP) doit en effet refléter le rendement attendu sur le marché des actions**. Celui-ci est évalué, tant dans des approches historiques que dans des approches ex ante prospectives, autour de 9% voire plus (après impôts). Or, en retenant une moyenne sur cinq ans (ou même dix ans) du taux sans risque, couplée à une estimation de l'ERP sur plus d'un siècle (à partir des estimations DMS²), ces préconisations entraînent une sous-estimation manifeste du rendement des actions : de l'ordre de 150 points de base (1,5%) par rapport à la borne supérieure de l'intervalle proposé dans la consultation, jusqu'à 450 points de base pour sa borne inférieure. De plus, la borne inférieure retenue par l'Arcep s'appuie sur un agrégat hétérogène intégrant notamment la Russie. **L'estimation résultant du rendement des actions ($R_f + \text{ERP}$) est par conséquent sous-estimée, et ce de façon flagrante pour la fourchette basse**. Ce point fondamental est documenté par des travaux récents de la Banque centrale européenne (graphique ci-dessous), qui illustrent parfaitement la stabilité du rendement des actions et l'élargissement de la prime de risque ERP dans le contexte de baisse des taux d'intérêt, là où les préconisations de la Commission aboutissent à des résultats erronés.



Source: André Geis, Daniel Kapp and Kristian Loft Kristiansen, *ECB economic bulletin* 4/2018, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201804_02.en.html#toc1

² A partir des travaux des auteurs Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton



- Sur les paramètres spécifiques, l'Arcep retient des valeurs de spread de dette et de bêta en baisse par rapport à sa décision de 2017, à l'encontre des observations de marché et de l'évident accroissement des risques, y compris pour le secteur des télécommunications, dans le contexte économique et financier actuel.

Au surplus, pour apprécier le coût de la dette, l'Arcep adopte un changement de méthode par rapport à sa pratique passée qui consistait à estimer un coût de « dette ancienne » et de « dette nouvelle ». Cela se traduit par une sous-estimation du coût de la dette pour Orange.

Orange relève également que sur deux paramètres au moins, l'échantillon de pays pour le calcul de la prime de risque actions et le bêta, l'Arcep indique effectuer des calculs de médiane alors même que la Commission recommande les moyennes arithmétiques. Le calcul de médianes minore les résultats obtenus dans les deux cas.

Au final, ces erreurs, liées pour la plus grande part aux conséquences des préconisations de la Communication non contraignante de la Commission, jouent systématiquement à la baisse et entraînent un effondrement aussi bien du coût de la dette (qui passerait de 4,6% dans la décision 2017 à 1,7%, soit un facteur de baisse de presque 3), que du coût des fonds propres (qui chuterait de 9,4% à 5 à 7%, soit un facteur 2 pour la fourchette basse !). La fourchette de CMPC indiquée dans le projet de décision (4% à 6,4%) ne peut pas être, dans ces conditions, considérée comme une fourchette entre « *deux valeurs extrêmes* » comme l'indique le document soumis à consultation.

Orange a été en mesure de reproduire les estimations de l'Arcep en les corrigeant des erreurs manifestes d'interprétation (sur l'estimation du rendement attendu des actions et également sur la valeur de paramètres tels que le spread de crédit et le bêta), pour lesquelles les valeurs de l'Autorité sont en contradiction évidente avec les estimations de marché. Elle s'est également appuyée sur une expertise externe diligentée dans ce contexte.

Ces travaux aboutissent à une estimation du CMPC dans une fourchette de 7,75% à 8,65% nominal avant impôts et Orange considère donc que le CMPC devrait s'établir à 8,25%.



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 et D.312 du CPCE.

L'article D.312 prévoit en particulier que : « *L'autorité détermine le taux de rémunération du capital utilisé. Ce taux tient compte du coût moyen pondéré des capitaux de l'opérateur concerné et de celui que supporterait un investisseur dans les activités de communications électroniques en France.* »

Orange déplore que l'Arcep ne tienne pas compte, au vu de la fourchette soumise à consultation, du coût du capital d'Orange ou du rendement attendu par un investisseur dans les activités de communications électroniques en France, tels qu'ils sont évalués notamment par les analystes financiers.

1.2 La communication de la Commission européenne du 6 novembre 2019

Orange adhère aux quatre principes édictés par la Commission, à savoir : cohérence, prévisibilité de la régulation pour limiter les variations inattendues en matière de régulation et de la valeur des paramètres au fil du temps, promotion des investissements efficaces et transparence.

Orange n'a pas de commentaire particulier sur le plan théorique s'agissant du recours au MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) pour calculer le coût du capital des activités régulées, comme le recommande la Commission et comme, d'ailleurs, y a fait appel l'Arcep dans sa décision de 2017 relative au rendement des activités régulées.

Orange déplore néanmoins que l'ARCEP mette en œuvre la communication de la Commission européenne, sans en corriger les insuffisances méthodologiques, sans adaptation à la conjoncture et sans un regard critique sur les résultats obtenus. Cette communication comporte des erreurs méthodologiques majeures dans l'estimation du taux sans risque RFR, de la prime de risque actions ERP et, corrélativement, dans celui du rendement du marché actions qui en résulte (somme des deux précédents paramètres). Cet aspect est détaillé précisément dans la section 3.1.

Par ailleurs, la Commission préconise une fréquence annuelle des révisions du CMPC. Une révision à échéance d'un an paraît nécessaire, à la fois pour prendre en compte pleinement les conséquences de la crise économique en cours, et aussi pour permettre de corriger les erreurs méthodologiques de la communication de la Commission.

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

2.1 Périmètre des activités concernées

a) Sur le génie civil

Comme dans sa décision de 2017, l'Autorité retient un taux commun pour l'ensemble des activités fixes régulées, 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.

b) Sur la convergence des activités fixes et mobiles régulées

Comme dans sa décision de 2017 également, l'Autorité retient un taux de rémunération commun aux activités fixes et mobiles, en rappelant que les opérateurs européens poursuivent leur stratégie de convergence fixe-mobile. Orange souscrit pleinement à cette position qui reflète parfaitement la réalité technique, commerciale et financière du secteur des télécommunications, ainsi que de la réalité capitalistique d'Orange.

2.2 Détail des offres visées

Pas de point relevé.

2.3 Durée d'application

En référence à la Communication de la Commission européenne du 6 novembre 2019 d'une « mise à jour annuelle de la valeur nationale du CMPC pour tenir compte de la conjoncture économique », l'Arcep envisage de fixer le taux de rémunération du capital « à compter de l'année 2021 », mais en se donnant la possibilité de « mettre à jour ultérieurement ce taux pour tenir compte de l'évolution du contexte économique ».

Orange considère nécessaire une telle mise à jour, à la fois pour tenir compte du contexte économique et aussi, comme indiqué supra, pour corriger les erreurs méthodologiques liées aux préconisations de la Commission européenne.

Pour autant, dès lors que des choix méthodologiques viables seront adoptés, le souci de prévisibilité réglementaire pourrait conduire à revenir à une fréquence de révision moins élevée.

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 avoir suivi les évolutions méthodologiques préconisées par la Commission. La Commission recommande ainsi :

- Le calcul de moyennes pour le taux sans risque, la prime de dette et le bêta, sur 5 ans, au lieu de 10 ans, et le recours à des moyennes arithmétiques pour ces calculs ;
- Un coût de la dette qui n'intègre pas une pondération de dette à émettre et de dette déjà émise ;
- Une actualisation de l'ensemble des paramètres y compris de long terme.

Orange note que l'Arcep retient la durée de cinq ou dix ans pour le taux sans risque. Orange relève néanmoins que le régulateur occulte d'autres aspects calculatoires préconisés par la Commission, s'agissant notamment du calcul du bêta ou de la prime de risque ERP. **L'Arcep indique ainsi retenir une valeur médiane, et non moyenne, alors même que la Communication de la CE préconise le recours à des moyennes arithmétiques.** L'Arcep indique calculer des médianes à partir d'un échantillon de sociétés pour estimer le bêta, ce qui a un effet baissier. C'est le cas surtout pour l'ERP, pour lequel l'Arcep produit un calcul de médiane d'un échantillon de pays, à côté d'un calcul pondéré par le PIB. **Néanmoins, l'Arcep n'indique pas de valeur moyenne pour l'ERP, alors que le résultat aurait été plus élevé que le calcul médian.**

Orange considère qu'une valeur moyenne sur la base de moyennes arithmétiques doit être retenue. D'autres méthodes, comme la médiane, ou a fortiori comme la moyenne géométrique³ doivent être écartées. S'agissant spécifiquement des moyennes géométriques pour le calcul de l'ERP, cette méthode de calcul est de surcroît analysée et écartée de façon spécifique dans le rapport Brattle (p. 74).

La communication de la Commission n'est par ailleurs pas prescriptive sur d'autres paramètres. En particulier, s'agissant de la prime de risque (ERP), la communication mentionne que « *la Commission considère qu'une ERP unique à l'échelle de l'Union est appropriée aux fins de la présente communication. En outre, conformément à l'approche la plus couramment utilisée par les autorités de régulation, la Commission estime opportun, pour estimer cette ERP à l'échelle de l'Union, d'avoir recours aux séries historiques de primes de marché dans les États membres.* »

Ce faisant, la Commission n'indique pas quelle source doit être utilisée ni comment définir cette prime à l'échelle européenne.

Surtout, la Commission n'aborde pas le point fondamental de la nécessaire cohérence entre taux sans risque, prime de risque (ERP) et rendement des actions. Ces trois éléments sont liés par une équation simple : la prime de risque est la différence entre le rendement des actions et le taux sans risque.

Toute analyse débouchant sur un taux sans risque et une prime de risque dont la somme s'écarte du rendement des actions attendu sur les marchés est donc erronée.

Dans le contexte actuel de politique de taux très bas, voire négatifs, du « *Quantitative Easing* », menée par la Banque Centrale Européenne (depuis mars 2015), additionner une prime de risque estimée sur plus d'un siècle, comme le fait la source DMS retenue par l'Arcep, avec un taux d'intérêt estimé sur une moyenne des cinq dernières années aboutit à une erreur flagrante d'évaluation du rendement des actions (cf. infra).

³ L'Arcep mentionne dans son projet de décision une valeur particulièrement basse d'ERP sur la base d'une moyenne géométrique (3%), sans la retenir.

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, afin de corriger partiellement l'erreur calculatoire ainsi faite. L'Arcep devrait également examiner précisément le point fondamental de la cohérence entre le taux sans risque et l'ERP.

Au surplus, le coût de la dette devrait permettre de recouvrer le coût effectif de la dette contractée, en cohérence avec l'approche passée de l'Arcep (combinaison de dette ancienne et de dette nouvelle).

Les calculs effectués pour les paramètres spécifiques que sont le bêta et le spread de dette devraient par ailleurs être alignés avec les évaluations de marché.

Le principe recommandé par la Commission, d'effectuer une actualisation de l'ensemble des paramètres, y compris de long terme, ne peut être appliqué si ces erreurs et incohérences d'application ne sont pas au préalable corrigées.

Par ailleurs, la Commission prévoit **une période de transition** si l'application de la méthode entraîne des modifications substantielles du CMPC.

Or, l'Autorité écarte cette possibilité. En particulier, les calculs de l'Arcep aboutissent à une baisse substantielle du CMPC dans le scénario B (fourchette haute à 6,4%, soit une baisse de 120 points de base), voire extrêmement forte pour le scénario A (une division par presque deux du CMPC). L'ARCEP ne justifie pas le non recours à une période de transition. Elle se contente de remarquer que *« l'application de la méthode de la Commission conduit à une baisse importante du taux de rémunération du capital par rapport à la méthode historique de l'Arcep. Toutefois, cette baisse doit être appréciée dans un contexte de tendance haussière des coûts des produits régulés pesant plus lourd au plan financier qui s'inscrit en sens inverse. »*.

Cet argument n'est pas recevable. Il fait apparaître la fixation du coût du capital, non comme un instrument objectif de recouvrement des coûts, qui plus est évalué également par la communauté financière, mais comme une simple variable d'ajustement punitif dans le cadre d'une appréciation discrétionnaire du niveau général des prestations régulées, au détriment du principe de couverture des coûts.

Que ce soit en vue du respect de l'objectif de prévisibilité, de l'application du principe de prudence face à la mise en œuvre d'un changement de méthode aux effets potentiellement brutaux, ou pour se mettre en conformité avec la recommandation de la Commission, on constate que tous les éléments plaident en faveur de l'instauration d'une période de transition.

Néanmoins, une telle période de transition ne doit pas s'accompagner d'une sous-évaluation du CMPC. Dans son projet de décision, l'ARCEP indique que l'utilisation de la méthode appliquée dans sa décision passée aboutirait à un coût du capital de 6,1%. Orange considère que ce résultat est lui-même erroné car il s'appuie sur une mauvaise estimation du rendement des actions (RFR + ERP), ainsi que sur une sous-estimation du spread de dette et du bêta.

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

4.1 Méthodologie

Comme indiqué précédemment, Orange considère la durée de cinq ans pour la moyenne du taux sans risque comme 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)

Le calcul de l'Autorité, basé sur le rendement des obligations d'Etat avec une échéance de maturité résiduelle de dix ans, sur la base d'une moyenne des rendements constatés sur les cinq dernières années, aboutit à un taux sans risque de 0,57%.

L'Autorité fournit également une variante, consistant à calculer cette moyenne sur 10 ans, c'est-à-dire en utilisant la même durée que celle retenue dans ses décisions précédentes. Elle aboutit alors à un taux sans risque de 1,48%. En commentaire du calcul de cette variante, l'Autorité ajoute, avec lucidité, « *qu'une telle approche pourrait être justifiée par le contexte de rendements historiquement bas des emprunts d'Etat* ».

Orange considère qu'un calcul du RFR sur une durée de 10 ans est indispensable, car il permet de lisser les effets conjoncturels des politiques monétaires qui produisent artificiellement une abondance de liquidités et des taux très bas, voire négatifs. Le principe d'une actualisation régulière de l'ensemble des paramètres rend encore plus nécessaire l'usage de données sur longue période, si la politique monétaire de taux bas perdure (et a fortiori si l'on ne pratique pas d'ajustement ou de normalisation de la valeur du taux sans risque en cohérence avec la prime de risque).

De fait, cet aspect est évoqué dans le rapport Brattle qui traite précisément de l'impact du « *Quantitative Easing* » (QE), ou assouplissement quantitatif, pratiqué par la Banque centrale européenne. Ce rapport évalua l'impact du QE et recommandait de corriger partiellement son effet par un redressement allant jusqu'à 100 bps ⁴.

Un ajustement est indispensable, notamment pour le calcul du RFR en France, car les effets du QE se traduisent par des niveaux de l'OAT à 10 ans qui sont désormais souvent négatifs.

L'expertise externe citée supra s'est également attachée à évaluer un taux normalisé pour corriger les effets du QE sur la base de la moyenne à cinq ou dix ans de l'OAT 30 ans, ainsi que pour prendre en compte, par un calcul de régression, l'inflation anticipée. Le résultat obtenu se situe à 2,0% (moyenne sur cinq ans) ou 2,6% (moyenne sur dix ans). Il est courant de procéder à une approche de taux d'intérêt normalisé pour l'estimation du Rf dans le cadre de travaux sur

⁴ « *we recommend that European regulators increase the estimate of depressed risk-free rates estimated from bond yields after January 2015 while the QE program is in place up to 100 basis points* » Rapport Brattle, 2016, page 36



le CMPC. On peut par exemple se référer aux travaux de Duff and Phelps⁵. La firme retient ainsi pour le marché américain, lui aussi confronté à une politique de QE, un RFR de 3% et un ERP de 6%.

Enfin, le rapport Brattle évoque un autre ajustement du taux sans risque, en lien avec la prime de risque actions (ERP), en cas d'utilisation des primes de risque historiques DMS (p. 38 du rapport Brattle), car celles-ci sont estimées en référence à des taux d'intérêt de maturité 20 ans et non de 10 ans. Le rapport recommande par conséquent, soit un ajustement de l'ERP, soit un ajustement du taux sans risque de 40 bps.⁶

Position Orange

En conclusion, la valeur retenue d'un RFR estimé à partir d'une moyenne des dix dernières années et évalué à 1,5% constitue un niveau minimum afin de ne pas entraîner une sous-évaluation manifeste du coût du capital. Mais ce niveau ne permet pas de corriger les biais liés au QE et le biais de maturité, en référence à la source DMS. **La correction de ces biais devrait induire le choix d'un taux sans risque normalisé de 2% pour le calcul du coût des fonds propres.**

b) La prime de risque marché (ERP)

Dans sa communication, la Commission 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.

L'Arcep s'appuie sur les données publiées par les auteurs DMS (Dimson, Marsh and Staunton), en qualifiant cette source comme étant « la référence la plus classiquement utilisée ».

Dans le calcul qu'elle a réalisé elle-même, l'Arcep aboutit à une fourchette assez large :

- 4,2%, en retenant la valeur « Europe » calculée par DMS en 2020 ;
- 5,4% à 6,0%, en utilisant les primes de risque de marché individuelles des pays européens (valeur médiane ou valeur pondérée par le PIB nominal).

L'approche de l'Arcep est particulièrement problématique sur plusieurs aspects développés ci-dessous.

- A propos des chiffres avancés par l'Arcep

L'agrégat « Europe » publié par DMS comporte un groupe hétérogène de pays, au sein de l'eurozone, hors eurozone (Danemark, Suède), hors UE (Norvège, Suisse) ainsi que le Royaume Uni et la Russie. Cet agrégat ne peut raisonnablement être considéré comme représentatif d'une prime unique à l'échelle de l'UE. Par ailleurs, pour cet agrégat, DMS publie une prime de risque de 4,2% évaluée depuis 1900, ainsi qu'un **rendement sur le marché actions de 9,1% sur la même période. Ce dernier chiffre ne peut être occulté comme le fait l'Arcep. Orange**

⁵ <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital>

⁶ « We recommend that NRAs using a 10-year bond as the risk free rate either: apply an upward adjustment of around 40 basis points to the risk free rate to account for the difference in the average term premium of 20 year bonds with respect to 10 year bonds, or adjust the ERP upwards. » Rapport Brattle 2016, page 36



considère enfin que le détail de l'échantillon, comprenant la Russie, devrait amener l'Arcep à écarter cet agrégat.

Orange a été en mesure de reconstituer le second calcul et observe tout d'abord qu'il est effectué sur une médiane, alors même que la communication de la CE préconise de retenir des moyennes arithmétiques. La Communication estime ainsi, sur ce point précis, que « *la méthode la plus appropriée pour estimer les paramètres du CMPC est la moyenne arithmétique. Premièrement, l'utilisation d'une seule méthode de calcul de la moyenne tend à être plus transparente pour les parties intéressées que la combinaison de plusieurs méthodes. Deuxièmement, l'approche de la moyenne arithmétique est la plus couramment utilisée et la plus facile à calculer.* »

L'Arcep précise la liste des pays qu'elle retient et indique qu'elle exclut l'Autriche à cause de son ERP considéré comme « très exceptionnellement élevé ». DMS publie pour l'Autriche un rendement actions à deux chiffres. Orange déplore que ce pays soit écarté au seul motif d'une valeur élevée : si l'Arcep choisit de considérer la source DMS comme fiable, il n'y a aucune raison d'exclure ce pays, sauf à adopter de façon systématique un parti pris consistant à adopter les valeurs les plus basses possibles. Si l'Arcep considère que cette source n'est pas fiable, aucune valeur issue de cette source ne devrait être utilisée.

La ré-inclusion de l'Autriche dans l'échantillon de pays donne une valeur d'ERP de 6,6% (calcul pondéré par le PIB des pays) ou 7,1% (moyenne arithmétique).

- A propos des approches *ex ante* et *ex post*

Orange rappelle que la Commission recommande l'utilisation d'une prime couvrant l'ensemble de l'Union Européenne et qu'elle considère approprié d'utiliser des séries historiques de primes applicables aux pays membres (approche *ex post*) et cite des sources *ex post* (par exemple DMS) mais également des sources *ex ante* (Damodaran).

Orange rappelle que :

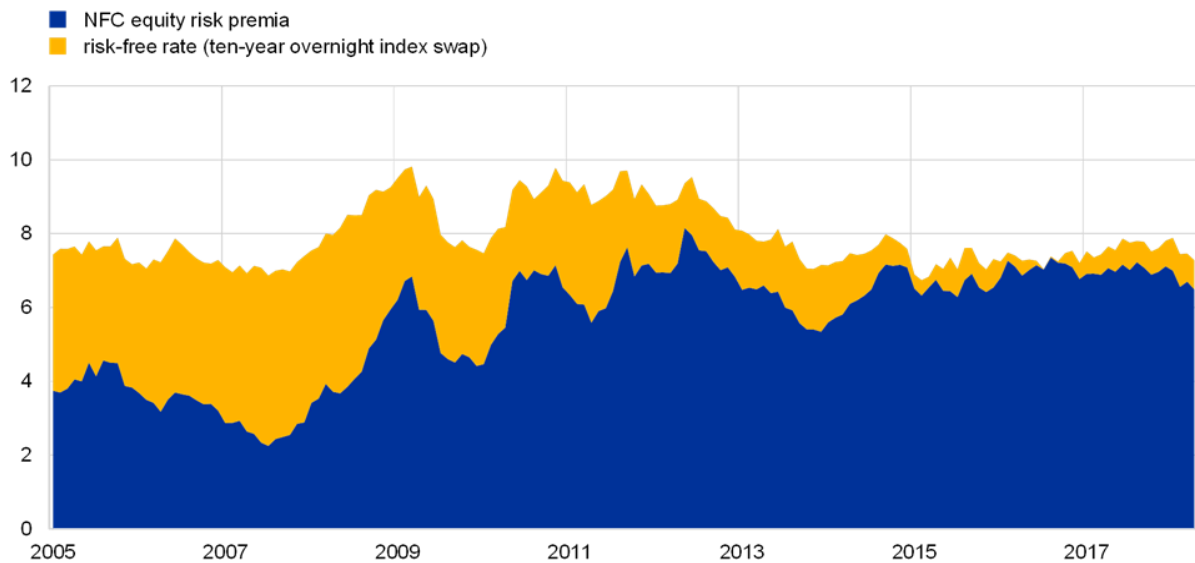
- Les approches *ex post* (historiques) visent à mesurer les rendements effectifs réalisés *a posteriori* par les investisseurs.
- Les approches *ex ante* (implicites ou prévisionnelles) cherchent à apprécier le rendement exigé à l'instant « t » pour rémunérer les investissements, à travers les méthodes classiques d'actualisation des dividendes anticipés rapportés au cours des actions.

L'expertise communiquée à l'Arcep a évalué le rendement du marché actions en Europe et l'ERP associée. L'approche retenue est une approche *ex ante*. Les résultats suivants sont obtenus :

- Sur une moyenne de dix ans, un rendement action à 9,1%, soit une ERP de 7,63% lorsqu'on le compare à l'OAT 10 ans.
- Sur une moyenne de cinq ans, un rendement action à 8,7%, soit une ERP de 8,12% lorsqu'on le compare à l'OAT 10 ans moyennée sur cinq ans.

Orange rappelle que sur le plan théorique, l'approche *ex ante* est la plus pertinente pour estimer l'ERP.

Les évaluations rappelées *supra* illustrent que les attentes de rendement sur le marché actions sont restées stables, alors même que les taux d'intérêt ont fortement baissé, augmentant l'ERP du marché actions. **Ce résultat coïncide très exactement avec des travaux menés par la Banque centrale européenne, selon des approches ex ante, disponibles sur son site internet (graphique ci-dessous).**



Source: André Geis, Daniel Kapp and Kristian Loft Kristiansen, *ECB economic bulletin* 4/2018, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201804_02.en.html#toc1

Dans cette étude, la BCE préconise par ailleurs le recours à différentes méthodes pour estimer l'ERP, qui est sujette à une incertitude considérable⁷. Orange considère particulièrement regrettable que la Commission n'ait préconisé qu'une approche historique combinée à un choix incohérent de taux sans risque, entraînant au final une mise en œuvre erronée.

- A propos de l'incohérence méthodologique entre le mode de fixation de la prime de risque et du taux sans risque

L'Arcep rapproche une valeur de prime de marché estimée sur une très longue période d'une valeur de taux sans risque reflétant uniquement les conditions monétaires récentes et artificiellement basses. Il en résulte une sous-estimation criante du rendement des fonds propres.

Les primes de risque DMS sont estimées sur des séries historiques sur plus d'un siècle (depuis 1900 plus précisément), comme l'atteste le document DMS. Ces primes de marché n'ont donc

⁷ "Estimating the ERP, particularly its level, remains subject to considerable uncertainty. Ultimately, such uncertainty advocates the use of a variety of models and survey estimates, as well as a focus on the dynamics, rather than on the level, of the ERP"



de sens que si elles sont rapprochées de taux sans risque ou de rendements nominaux du marché action établis sur des périodes également très longues. Or l'Arcep base au contraire son évaluation du taux sans risque sur une moyenne récente (cinq ans ou dix ans). Ce faisant, elle n'hésite pas à rapprocher des valeurs par construction non comparables.

Pour éviter une telle erreur, comme rappelé *supra*, de deux choses l'une :

- soit le taux sans risque doit être ajusté à la hausse, typiquement au moyen de calculs normalisés, du choix de maturités plus longues, ou de moyennes sur de longues périodes ;
- soit la prime de marché ERP doit être revue à la hausse si elle est calculée en référence à un taux sans risque estimé sur une période courte comme le fait l'Arcep.

De tels ajustements sont en effet indispensables pour que le rendement du marché action, c'est-à-dire la somme du taux sans risque et de la prime de risque, ne soit pas sous-évalué de façon aussi manifeste.

A cet égard, il est regrettable que la Communication de la CE ait occulté ce point que le rapport Brattle avait pourtant mentionné.

Position Orange sur l'ERP

Orange demande à l'Arcep de corriger l'erreur faite en additionnant une prime de risque actions (ERP calculée sur plus d'un siècle) et un taux sans risque moyenné sur cinq ou dix ans. L'Arcep doit s'assurer que la somme de ces deux paramètres est cohérente avec les rendements attendus (*ex ante*) ou observés (*ex post* sur longue période) sur le marché actions.

Pour rappel :

- une estimation du taux sans risque à 1,5% est cohérente avec une ERP *ex ante* de 7,6% (cf. estimations *ex ante* rappelées *supra*, expertise communiquée à l'Arcep) ;
- une estimation d'un taux sans risque normalisé à 2% (cf. *supra*) est cohérente avec une ERP de 7,1%.
- Orange relève que le calcul d'une ERP basé sur les séries DMS par pays, en incluant l'Autriche, soit 6,6% en moyenne pondérée par le PIB, ou 7,1% en moyenne arithmétique, donne une valeur proche des attentes de rendement actions, à condition qu'elle soit associée à un taux sans risque normalisé d'au moins 2%.

4.3 Evaluation des paramètres spécifiques aux entreprises

a) La sélection des comparables

L'Autorité précise que selon la méthodologie présentée par la Commission, ces paramètres sont à calculer à partir des valeurs d'un groupe représentatif d'entreprises de communications électroniques européennes « comparables », dans lequel figure les principaux opérateurs puissants sur le marché.

A partir de cette sélection de 12 opérateurs, l'Autorité détermine une valorisation sur la base de la valeur médiane, et non de la moyenne arithmétique, comme recommandé par la Commission. Or des valeurs médianes biaisent le calcul en le tirant vers le bas par rapport à des moyennes arithmétiques.

b) Le ratio d'endettement (g)

La définition du ratio d'endettement et du calcul du levier d'endettement associé n'appelle pas de remarque particulière de la part d'Orange dans la mesure où la formule de passage du bêta des actifs au bêta des fonds propres est correctement appliquée.

c) Le bêta des fonds propres (β)

L'Arcep indique appliquer les pratiques usuelles d'estimation du bêta des actifs et des fonds propres et aboutit à une estimation de 0,53 pour le bêta des actifs et de 0,74 pour le bêta des fonds propres, en baisse par rapport à sa décision précédente.

Là encore, Orange déplore que l'ARCEP ne fournisse pas le niveau de détails suffisant pour que les opérateurs puissent reconstituer ses calculs et, ainsi, être en mesure de produire une analyse constructive.

La baisse du bêta est contre-intuitive dans le contexte de crise économique et financière actuelle et d'accroissement des risques. La valeur retenue par l'Arcep semble cumuler trois biais baissiers :

- Médiane plutôt que moyenne ;
- Le choix et la sensibilité à l'échantillon retenu ;
- L'utilisation d'un indice (STOXX Europe Total Market Index) plutôt que l'Euro Stoxx, surpondérant ainsi les valeurs britanniques⁸.

Orange évalue le bêta des actifs à 0,6. Avec le ratio d'endettement cible retenu par l'Arcep, cela correspond à un bêta des fonds propres de 0,84.

Position d'Orange

Une valeur de bêta des fonds propres de 0,84, avec le ratio d'endettement cible retenu par l'Arcep, est plus à même de refléter la réalité des conditions de marché. L'estimation du bêta a néanmoins connu de fortes fluctuations au cours du passé, avec des périodes de bêta supérieur à 1, et continue donc de soutenir que le bêta des fonds propres devrait tendre vers 1. Orange déplore à cet égard que ni l'Arcep, ni la Commission européenne, n'aient procédé à des ajustements empiriques (par exemple par la méthode Blume) permettant précisément de refléter le rapprochement tendanciel à cette valeur de 1.

⁸ Le biais baissier qui en résulte ne pouvant que s'accroître dans le contexte du Brexit

d) La prime de dette

L'Autorité rappelle la définition préconisée par la Commission qui fait appel au « rendement des obligations d'une maturité d'environ 10 ans », mais ne précise pas la source qu'elle utilise pour déterminer le niveau de prime de dette qu'elle affiche (1,17%). Là encore, Orange déplore ce manque de transparence flagrant.

Orange a retenu l'indice iBoxx *corporate* euro BBB10+, publié par la société IHS Markit. En effet, les indices iBoxx font « référence » sur le marché de la dette pour la détermination des taux de rendement obligataires *corporate*. La maturité de 10 ans et plus est cohérente avec le choix de taux sans risque ainsi qu'avec la durée d'investissement dans les actifs régulés.

Ces indices affichent les niveaux suivants :

- Moyenne dix ans à fin mars 2020 : 3,4% (soit une prime de dette de 1,9% pour un taux sans risque de 1,5%) ;
- Moyenne cinq ans à fin mars 2020 : 2,3% (soit une prime de dette de 1,7% pour un taux sans risque de 0,6%).

Cet écart entre l'estimation Arcep (1,17%) et celle de IHS Markit (1,7 à 1,9%) fait clairement apparaître que le taux retenu par l'Arcep ne tient pas compte de l'accroissement évident des risques que le contexte économique actuel fait peser sur le marché.

Le fait de ne pas intégrer de « pondération de dette à émettre » et de « dette déjà émise » a également pour effet de ne pas tenir compte des conditions de financement d'investissements consentis sur longue période.

Position d'Orange

Orange demande que l'Arcep retienne une valeur de prime de dette et de taux sans risque qui minimise l'écart avec la méthode précédemment utilisée (dette ancienne / dette nouvelle). L'Arcep n'a pas précisé le résultat de cette méthode, qu'Orange évalue à 3,8% en moyenne sur les années 2021 à 2023.

Le choix d'un taux sans risque à 1,5%, associé à une prime de dette de 1,9%, donne un coût de la dette de 3,4%, valeur conservatrice qui reste inférieure à l'application de l'ancienne méthode de l'Arcep.

4. Conclusion

En application des paramètres décrits, **Orange estime que le taux CMPC pour 2021 devrait s'établir à 8,25%, sauf évolution significative du taux d'impôt sur les sociétés (« tx IS » dans le tableau ci-dessous).** Cette valeur est la valeur centrale des estimations indiquées dans le tableau suivant, qui corrige pour l'ensemble des paramètres les biais et erreurs méthodologiques présents dans le projet de décision. Orange considère nécessaire une mise à jour après 2021, à la fois pour tenir compte du contexte économique et aussi pour corriger les erreurs méthodologiques liées aux préconisations de la Commission européenne.

WACC	2021-ARCEP vers. A	2021-ARCEP vers. B		Orange A	Orange valeur centrale	Orange B
Tx IS	28,41%	28,41%		28,41%	28,41%	28,41%
Part Fonds Propres	68,0%	68,0%		68,0%	68,0%	68,0%
Part Dette = gearing	32,0%	32,0%		32,0%	32,0%	32,0%
Taux sans Risque	0,57%	1,48%		1,48%	2,00%	2,00%
ERP	4,20%	6,00%		6,60%	6,60%	7,10%
Beta des actifs	0,53	0,53		0,6	0,6	0,6
Beta des fonds propres	0,732	0,732		0,840	0,840	0,840
$Ct\ FP = [Rf + Beta*(Rm-Rf)]/(1-Tx\ IS)$	5,09%	8,21%		9,81%	10,54%	11,12%
Taux sans risque	0,57%	1,48%		1,48%	1,48%	1,48%
Prime de dette	1,12%	1,12%		1,92%	1,92%	1,92%
Coût de la dette	1,69%	2,60%		3,40%	3,40%	3,40%
CMPC	4,00%	6,41%		7,75%	8,25%	8,65%