



autorité de régulation  
des communications électroniques,  
des postes et de la distribution de la presse

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

# NOTIFICATION À LA COMMISSION EUROPÉENNE

**Fixation du taux réglementaire de rémunération du  
capital pour les activités fixes régulées à compter de  
l'année 2026**

Le 15 septembre 2025

ISSN n°2258-3106

**Décision n° 2025-XXXX**  
**de l’Autorité de régulation des communications électroniques, des postes et  
de la distribution de la presse**  
**en date du XXXX**  
**fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation  
des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées à compter de  
l’année 2026**

L’Autorité de régulation des communications électroniques, des postes et de la distribution de la presse (ci-après « l’Arcep » ou « l’Autorité »),

Vu la directive (UE) 2018/1972 du Parlement européen et du Conseil du 11 décembre 2018 établissant le code des communications électroniques européen (ci-après « la directive (UE) 2018/1972 ») ;

Vu la recommandation 2005/698/CE de la Commission du 19 septembre 2005 concernant la séparation comptable et les systèmes de comptabilisation des coûts au titre du cadre réglementaire pour les communications électroniques ;

Vu la recommandation (UE) 2024/539 de la Commission du 6 février 2024 sur la promotion réglementaire de la connectivité gigabit (recommandation « Gigabit ») ;

Vu la communication 2019/C 375/01 de la Commission du 6 novembre 2019 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 ;

Vu le code des postes et des communications électroniques (« CPCE »), notamment ses articles L. 32-1, L. 36-7, L. 37-1 et s., D. 303 et s. ;

Vu la décision n° 2017-1488 de l’Autorité en date du 14 décembre 2017 modifiée définissant les conditions économiques de l’accès aux infrastructures de génie civil de boucle locale d’Orange (« décision relative à la tarification du génie civil ») ;

Vu la décision n° 2023-2318 de l’Autorité en date du 24 octobre 2023 fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées à compter de l’année 2024 ;

Vu la décision n° 2023-2801 de l’Autorité en date du 14 décembre 2023 portant sur la définition du marché de fourniture en gros d’accès aux infrastructures physiques de génie civil pour le déploiement de réseaux de communications électroniques, sur la désignation d’un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché et sur les obligations imposées à cet opérateur à ce titre ;

Vu la décision n° 2023-2802 de l’Autorité en date du 14 décembre 2023 portant sur la définition du marché pertinent de fourniture en gros d’accès local en position déterminée, sur la désignation d’un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché et sur les obligations imposées à cet opérateur à ce titre (« décision d’analyse du marché 1 ») ;

Vu la décision n° 2023-2803 de l’Autorité en date du 14 décembre 2023 portant sur la définition du marché pertinent de fourniture en gros d’accès de haute qualité, sur la désignation d’un opérateur exerçant une influence significative sur ce marché et sur les obligations imposées à cet opérateur à ce titre (« décision d’analyse du marché 2 ») ;

Vu la décision n° 2024-2663 de l'Autorité en date du 3 décembre 2024 portant sur la levée de la régulation du marché de la fourniture en gros d'accès central en position déterminée à destination du marché de masse ;

Vu la décision n° 2025-0668 de l'Autorité en date du 10 avril 2025 fixant un encadrement tarifaire pour les années 2026 à 2028 des accès à la boucle locale cuivre soumis à l'obligation d'orientation vers les coûts imposée par la décision n° 2023-2802 d'analyse du marché 1 ;

Vu la consultation publique de l'Autorité sur le projet de décision fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées à compter de l'année 2026, menée du 13 juin au 15 juillet 2025, et les réponses à cette consultation publique ;

Vu la notification à la Commission européenne, à l'Organe des régulateurs européens des communications électroniques (ci-après « l'ORECE ») et aux autorités réglementaires nationales en date du 15 septembre 2025, relative au projet de décision de l'Autorité fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des activités fixes régulées à compter de l'année 2026 ;

Vu les observations de la Commission européenne en date du XXXX 2025 ;

Après en avoir délibéré le XXXX 2025,

# 1 Cadre juridique

## 1.1 Cadre légal et réglementaire national

Conformément aux dispositions des articles L. 37-1 et suivants du CPCE, l'Autorité procède à l'analyse des marchés pertinents du secteur des communications électroniques et établit la liste des opérateurs exerçant une influence significative sur ces marchés. Le cas échéant, elle impose à ces derniers des obligations proportionnées à la réalisation des objectifs mentionnés à l'article L. 32-1 du CPCE. En particulier, l'Autorité peut imposer aux opérateurs exerçant une influence significative sur le marché des obligations tarifaires, notamment l'obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts, et l'obligation de comptabilisation des coûts.

L'obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts vise notamment à éviter que l'opérateur exerçant une influence significative sur un marché du secteur des communications électroniques ne bénéficie d'une rente qui risquerait de fausser les conditions de développement d'une concurrence équitable sur le marché considéré et, *in fine*, de renchérir le prix payé par les utilisateurs finals. L'obligation de comptabilisation des coûts permet notamment de vérifier que les obligations tarifaires sont respectées.

En application de l'article D. 311 du CPCE, les mécanismes de recouvrement des coûts et les méthodes retenues pour la comptabilisation des coûts doivent être établis en tenant compte de plusieurs objectifs. L'Autorité doit ainsi veiller « *à ce que les méthodes retenues promeuvent l'efficacité économique, favorisent une concurrence durable et optimisent les avantages pour le consommateur* » tout en assurant « *une rémunération raisonnable des capitaux employés, compte tenu du risque encouru* ».

L'article D. 311 du CPCE dispose également que l'Autorité peut « *prendre en compte les prix en vigueur sur les marchés comparables en France ou à l'étranger* ».

Enfin, dans l'exercice de ses missions, l'Autorité est chargée de veiller aux objectifs mentionnés à l'article L. 32-1 du CPCE, notamment au 3° du II, aux 1° et 2° du III ainsi qu'au 2° du IV<sup>1</sup>.

## 1.2 La communication de la Commission européenne du 6 novembre 2019

Dans sa communication 2019/C 375/01 du 6 novembre 2019<sup>2</sup>, la Commission européenne précise la méthodologie qu'elle applique pour estimer le coût moyen pondéré du capital (CMPC) comme valeur de référence dans le cadre de l'examen des projets de mesures communiqués par les autorités de régulation nationales en vertu de l'article 7 de la directive « cadre »<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire des objectifs relatifs au « *développement de l'investissement, de l'innovation et de la compétitivité dans le secteur des communications électroniques* », à « *l'exercice au bénéfice des utilisateurs d'une concurrence effective et loyale entre les exploitants de réseau et les fournisseurs de services de communications électroniques* », à la « *définition de conditions d'accès aux réseaux ouverts au public et d'interconnexion de ces réseaux qui garantissent [...] l'égalité des conditions de la concurrence* » et « *à la promotion des investissements et de l'innovation dans les infrastructures améliorées et de nouvelle génération, en tenant compte, lorsqu'ils fixent des obligations en matière d'accès, du risque assumé par les entreprises qui investissent [...]* ».

<sup>2</sup> [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 \(2019/C 375/01\)](#)

<sup>3</sup> Depuis le 31 décembre 2020, cet article a été remplacé par l'article 32 de la directive (UE) 2018/1972.

Cette communication est basée 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 communication présente le modèle de CMPC utilisé, à savoir le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ainsi que les méthodes de fixation des paramètres : méthodes de calcul des moyennes et d'échantillonnage ; méthodes de calcul des paramètres rendant compte des conditions économiques générales ; méthodes de calcul des paramètres spécifiques aux entreprises ; prise en compte des impôts et de l'inflation. Elle confie à l'ORECE un rôle d'estimation annuelle des différents paramètres et préconise une fréquence annuelle des révisions du CMPC.

### **1.3 Rapports annuels de l'ORECE**

Pour la détermination du taux réglementaire de rémunération du capital, l'ORECE produit annuellement depuis 2020 un rapport fournissant les données chiffrées des différents paramètres susmentionnés arrêtées au 1<sup>er</sup> avril de l'année en cours.

L'ORECE a adopté le 5 juin 2025 et publié le 10 juin 2025 un rapport<sup>4</sup> estimant les différents paramètres pour l'application de la méthodologie fixée par la Commission européenne.

## **2 Champ d'application de la présente décision**

### **2.1 Périmètre des activités concernées**

Dans les précédentes décisions fixant le taux réglementaire de rémunération du capital<sup>5</sup>, l'Autorité a estimé qu'il n'était pas pertinent de définir un taux de rémunération du capital spécifique pour les activités de génie civil régulées et a choisi de conserver un taux commun pour l'ensemble des activités fixes régulées y compris l'accès aux infrastructures de génie civil.

En effet, comme indiqué dans la décision n° 2023-2318, les actifs de génie civil d'Orange sont avant tout au service de l'activité principale d'Orange, à savoir la fourniture de services de communications électroniques.

Les contributions des acteurs à la consultation publique relative à la présente décision ne sont pas de nature à remettre en cause cette analyse.

Ainsi l'Autorité retient dans la continuité de la décision n° 2023-2318, un taux commun pour l'ensemble des activités fixes régulées comme précisé ci-après.

---

<sup>4</sup> BoR (25) 64 « *BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2025)* », <https://www.berec.europa.eu/en/all-documents/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2025>

<sup>5</sup> Décisions n° 2017-0830 (taux de CPMC pour les années 2018 à 2020), n° 2020-1163 (taux de CMPC à compter de 2021) et n° 2023-2318 (taux de CMPC à compter de 2024).

## 2.2 Détail des offres visées

Conformément au cadre juridique en vigueur, l’Autorité a mené pour le cycle 2024-2028 :

- l’analyse du marché de fourniture en gros d’accès local en position déterminée<sup>6</sup> correspondant au marché 1 défini par la Commission européenne dans sa recommandation de 2020<sup>7</sup>, l’analyse du marché d’accès central en position déterminée à destination du marché de masse<sup>8</sup> ainsi que celle du marché de fourniture en gros d’accès aux infrastructures physiques de génie civil<sup>9</sup>. Dans ce cadre, Orange est notamment tenu de respecter des obligations de comptabilisation des coûts ainsi que les obligations de contrôle tarifaire suivantes :
  - pour les prestations d’accès dégroupé à la boucle locale de cuivre dans les zones qui ne présentent pas un développement suffisant des conditions de concurrence<sup>10</sup>, pour les prestations d’accès au génie civil de boucle locale<sup>11</sup> ainsi que pour les prestations de gros d’accès central haut et très haut débit de masse livré sur DSL au niveau infranational<sup>12</sup> (*bitstream* résidentiel), l’obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts ;
  - pour les prestations d’accès dégroupé à la boucle locale de cuivre dans les communes où Orange n’est soumis à aucune obligation de contrôle tarifaire et sur lesquelles il pratique des tarifs supérieurs à ceux des zones soumises à une obligation de pratiquer des tarifs non-excessifs, l’obligation de reproductibilité tarifaire de ses offres de détail de boucle locale de cuivre par ses offres de gros ;
- l’analyse du marché de fourniture en gros d’accès de haute qualité<sup>13</sup>, correspondant au marché 2 défini par la Commission européenne dans sa recommandation de 2020<sup>14</sup> ; dans ce cadre, Orange est notamment tenu de respecter des obligations de comptabilisation des coûts ainsi que les obligations de contrôle tarifaire suivantes :
  - pour les prestations d’accès activés de haute qualité sur support cuivre hors DSL (LPT et CN2) ainsi que pour les prestations d’accès de haute qualité sur support cuivre en technologie DSL pour les accès en zone cuivre 3<sup>15</sup>, l’obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts ;

---

<sup>6</sup> Décision de l’Autorité n° 2023-2802 susvisée.

<sup>7</sup> [Recommandation 2020/2245/UE](#)

<sup>8</sup> Décision de l’Autorité n° 2024-1663 susvisée.

<sup>9</sup> Décision de l’Autorité n° 2023-2801 susvisée.

<sup>10</sup> Pour les accès n’étant ni en zone de levée de l’obligation de contrôle tarifaire (« accès faisant partie d’une commune dont, d’une part, la fermeture commerciale est effective depuis plus de 6 mois, et, d’autre part, la fermeture technique a été annoncée par Orange et est prévue dans moins de 2 ans ») ni dans une zone soumise à une obligation de pratiquer des tarifs non-excessifs (« accès situés dans les communes dont au moins 95 % des locaux sont raccordables à l’infrastructure FttH depuis plus de 9 mois selon l’observatoire des abonnements et déploiements du haut et très haut débit de l’Autorité »).

<sup>11</sup> *Ibid.*

<sup>12</sup> Dans les zones où Orange est le seul opérateur proposant des offres de gros central haut et très haut débit de masse sur DSL. Il convient de noter qu’en application de l’article 2 de la décision n° 2024-2663 du 3 décembre 2024 portant sur la levée de la régulation du marché de la fourniture en gros d’accès central en position déterminée à destination du marché de masse ([lien](#)), Orange est tenu de respecter notamment cette obligation de contrôle tarifaire (cf. article 28 de la décision n° 2020-1447 de l’Arcep en date du 15 décembre 2020) jusqu’au 31 mars 2026.

<sup>13</sup> Décision de l’Autorité n° 2023-2803 susvisée.

<sup>14</sup> [Recommandation 2020/2245/UE](#) susvisée.

<sup>15</sup> À l’exception des accès raccordés à des nœuds de raccordement d’abonnés dont les zones arrière sont situées dans une zone fermée commercialement par Orange depuis 12 mois et dont la fermeture technique a été annoncée et est prévue dans moins de 2 ans (cf. article 35 de la décision n° 2023-2803). La zone cuivre 3 est un ensemble de zones arrière de nœuds de raccordement abonnés défini à l’article 1 de la décision n° 2023-2803.

- pour les prestations d'accès de haute qualité sur support fibre optique dédiée (BLOD), sur la zone fibre optique 2<sup>16</sup>, l'obligation de ne pas pratiquer de tarifs excessifs et l'obligation d'assurer la reproductibilité tarifaire de ses offres de détail de boucle locale optique dédiée par ses offres de gros ;
- pour les prestations d'accès de haute qualité sur les réseaux FttH dont Orange est propriétaire ou gestionnaire, l'obligation de ne pas pratiquer de tarifs d'éviction.

Le taux de rémunération fixé dans la présente décision s'applique ainsi à toutes les offres d'Orange reposant sur l'utilisation de son réseau fixe et soumises à une obligation de pratiquer des tarifs reflétant les coûts ou de comptabilisation des coûts. Plus généralement, le taux de rémunération du capital ainsi fixé est une référence pertinente que peut utiliser l'Autorité pour l'évaluation du coût du capital dans le cadre de sa régulation tarifaire.

Dans le cadre de la consultation publique relative à la présente décision, plusieurs opérateurs ont demandé à l'Autorité de circonscrire le champ d'application du taux de rémunération du capital afin qu'il ne soit pas généralisé aux opérateurs d'infrastructure des réseaux FttH en zones d'initiative publique (RIP), considérant notamment que l'exposition au risque pour les opérateurs RIP est supérieure à celle d'un acteur comme Orange. Il convient de noter à ce sujet que le cadre réglementaire en vigueur n'impose pas aux opérateurs d'infrastructure de proposer des tarifs d'accès à leur réseau orientés vers les coûts. Toutefois, afin de respecter les principes d'objectivité, de pertinence et de transparence fixés par ce cadre, ces opérateurs doivent établir une relation entre ces tarifs et leurs coûts. À cet égard, l'Autorité rappelle qu'en sus d'un coût moyen pondéré du capital de référence, le modèle générique de tarification de l'accès aux réseaux FttH en-dehors des zones très denses publié par l'Autorité en 2015<sup>17</sup> utilise un paramètre de prime de risque de cofinancement traduisant le risque encouru par l'opérateur d'infrastructure pour le déploiement du FttH<sup>18</sup>. Le modèle précise en outre que le taux de rémunération est « *ajusté en fonction des spécificités de chaque acteur selon des modalités que l'Autorité n'est pas en mesure de définir a priori* »<sup>19</sup>. Les contributions des acteurs à la consultation publique n'appellent donc pas de modification de la présente décision.

### 2.3 Entrée en vigueur de la présente décision

Dans sa décision n° 2023-2318, l'Autorité a fixé le taux nominal et le taux réel de rémunération réglementaire du capital à compter de 2024.

L'Autorité fixe à compter de 2026 un taux nominal et un taux réel de rémunération réglementaire du capital et pourra les mettre à jour ultérieurement pour tenir compte de l'évolution du contexte économique.

---

<sup>16</sup> La zone fibre optique 2 est un ensemble de communes défini à l'article 1 de la décision n° 2023-2803.

<sup>17</sup> Modèle générique de tarification de l'accès aux réseaux FttH en dehors des zones très denses publié en octobre 2015 : Modèle Excel ([lien](#)) et Document d'accompagnement ([lien](#))

<sup>18</sup> Document d'accompagnement du modèle, page 23 : « *Pour rendre compte du risque encouru par l'opérateur d'immeuble qui intervient dans une situation d'incertitude, il est souhaitable que le coût moyen pondéré du capital soit augmenté d'une prime de risque sur l'ensemble de la durée d'exploitation du projet afin de garantir le TRI du projet* »

<sup>19</sup> *Ibid.*

### 3 Éléments d'appréciation sur le calcul du coût moyen pondéré du capital

#### 3.1 La prise en compte de la communication de la Commission

Dans sa communication de novembre 2019, la Commission décrit une méthode destinée à servir de référence pour les autorités de régulation européennes, fondée sur quatre principes clés : la cohérence, la prévisibilité, la promotion des investissements efficaces et la transparence. Cette méthode vise également à harmoniser les pratiques entre autorités de régulation européennes.

Notamment, les moyennes pour le calcul de plusieurs paramètres (taux sans risque, prime de dette) sont effectuées sur 5 ans. La Commission considère que cette période tend à permettre un juste équilibre entre prévisibilité et efficacité.

Dans la continuité de sa décision n° 2023-2318, l'Autorité estime pertinent de l'utiliser pour la fixation du taux réglementaire de rémunération du capital.

#### 3.2 La référence à un modèle financier

La communication de la Commission préconise l'utilisation du modèle « MEDAF » pour déterminer les paramètres de calcul du coût moyen pondéré du capital. Il s'agit également du modèle utilisé historiquement par l'Autorité pour ses décisions et qui fait référence de façon plus générale pour l'évaluation du coût du capital.

Dans le modèle MEDAF, le coût du capital est calculé, pour l'activité considérée, comme une moyenne pondérée, en fonction de la structure de financement de l'investisseur considéré, entre :

- le coût des fonds propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires, évalué avant impôt sur les sociétés ;
- le coût de la dette de l'opérateur, évalué avant impôt sur les sociétés.

Il correspond à :

$$CMPC = (1 - g) \times \text{cout des fonds propres} + g \times \text{cout de la dette}$$

où le levier d'endettement  $g = \frac{D}{D+E}$  est la part de la dette dans la valeur de l'entreprise ( $D + E$ ).

Le coût des capitaux propres évalué avant impôt sur les sociétés est obtenu à partir du coût des fonds propres après impôts qui, à une date donnée, correspond, selon le MEDAF, à la formule :

$$\text{Coût des fonds propres} = RFR + \beta \times ERP$$

où :

- le facteur  $RFR$  désigne le taux sans risque qui correspond à la rémunération exigée par un créancier pour un investissement qui ne présenterait aucun risque ;
- le facteur  $ERP$  équivalent à  $R_m - RFR$ , avec  $R_m$  le risque de marché, désigne la prime de marché, c'est-à-dire l'excédent de rentabilité attendu par les investisseurs pour un panier constitué de l'ensemble des actifs existants par rapport au taux sans risque ;
- le facteur  $\beta$  (bêta) désigne le risque spécifique des fonds propres engagés par les investisseurs dans l'activité considérée par rapport au marché, sachant le taux d'endettement observé.

Le coût de la dette correspond à l'intérêt payé par une entreprise sur sa dette. La Commission préconise de l'estimer indirectement comme la somme du taux sans risque et d'une prime à payer

correspondant au rendement supplémentaire des obligations de l'entreprise à long terme (maturité résiduelle proche de 10 ans) par rapport au taux sans risque :

$$\text{Coût de la dette} = \text{RFR} + \text{prime de dette}$$

Il est utile de préciser qu'en vue de fixer le taux réglementaire nominal de rémunération du capital, le coût moyen pondéré du capital est évalué sur le fondement de paramètres exprimés en termes nominaux. Il est calculé avant impôt sur les sociétés en tenant compte :

- du taux d'impôts sur les sociétés et de la contribution sociale<sup>20</sup>, qui correspondent à un taux global d'imposition de 25,83 % en 2025<sup>21</sup> ;
- et de la déductibilité<sup>22</sup> des intérêts d'emprunt du résultat fiscal soumis à l'impôt sur les sociétés.

## 4 Calcul du coût moyen pondéré du capital

### 4.1 Méthodologie

La Commission européenne détaille sa méthodologie dans les sections 3 à 6 de sa communication. La section 3 comporte des spécifications sur les hypothèses de calculs communes aux paramètres du CMPC, précisant qu'ils devraient être calculés à partir d'une moyenne arithmétique sur 5 ans d'observations de données hebdomadaires. Les sections suivantes précisent les définitions et les méthodes de calcul des paramètres économiques généraux, c'est-à-dire le taux sans risque (RFR) et la prime de marché (ERP) ; des paramètres spécifiques au secteur des télécoms, c'est-à-dire le bêta des fonds propres, le ratio d'endettement, la prime de dette, avec, pour cela, l'établissement d'un groupe de comparables ; et, enfin, des paramètres d'imposition et d'inflation.

Comme indiqué en section 7 de la communication de la Commission, l'ORECE est chargé du calcul annuel des différents paramètres et de leur publication.

Ainsi l'Autorité retient les paramètres publiés le 10 juin 2025 par l'ORECE dans son rapport BoR (25) 64.

### 4.2 Évaluation des paramètres rendant compte des conditions générales

#### 4.2.1 Le taux sans risque (RFR)

La communication de la Commission préconise le calcul du taux sans risque en utilisant une moyenne des rendements constatés sur les 5 dernières années des obligations d'Etat avec une échéance de maturité résiduelle de 10 ans.

---

<sup>20</sup> Voir l'article 235 *ter* ZC du code général des impôts.

<sup>21</sup> En application de la loi de finances pour 2024, le taux d'impôt sur les sociétés applicable en 2025 est de 25,00 %. En prenant en compte la contribution sociale à hauteur de 3,30 % de l'impôt sur les sociétés, le taux d'imposition global s'établit à 25,83 %.

<sup>22</sup> L'article 212 bis du code général des impôts dispose notamment que :

« I. – Les charges financières nettes supportées par une entreprise non membre d'un groupe, au sens des articles 223 A ou 223 A bis, sont déductibles du résultat fiscal soumis à l'impôt sur les sociétés dans la limite du plus élevé des deux montants suivants :

1° Trois millions d'euros ;

2° 30 % de son résultat déterminé dans les conditions du II. [...] ».

La Figure 1 montre l'évolution de ce rendement en France sur la période 2015-2025.

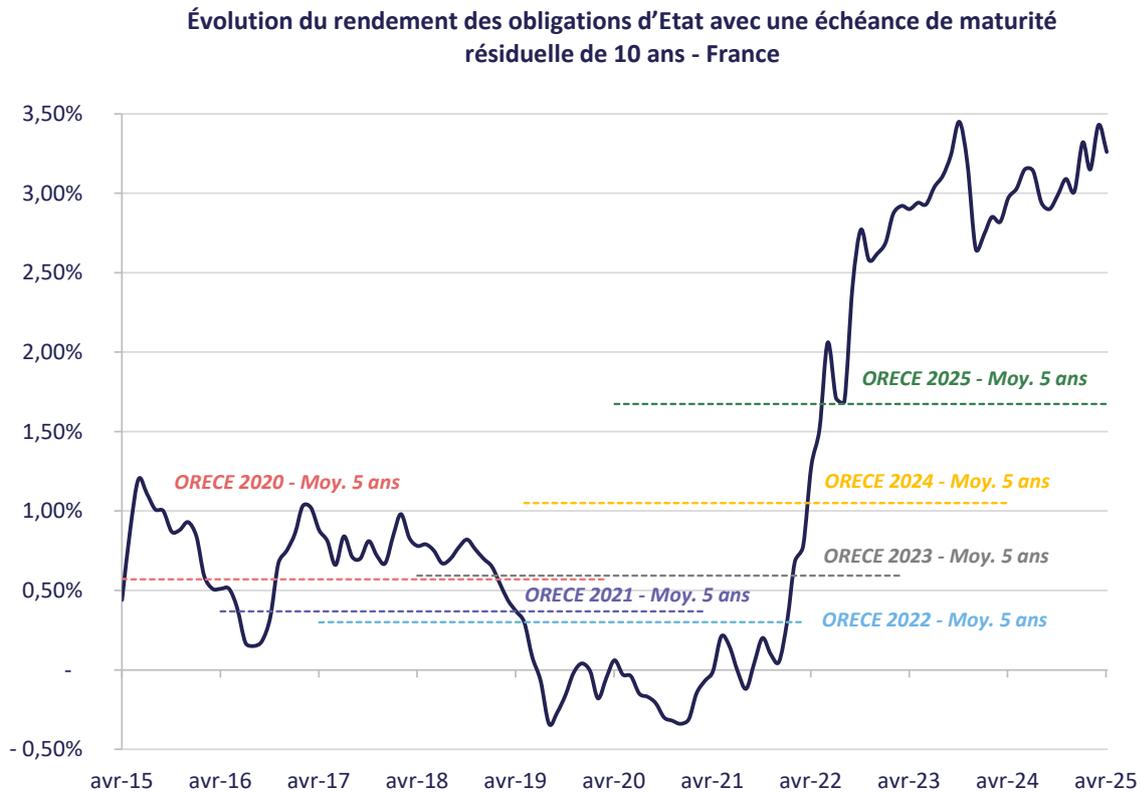


Figure 1<sup>23</sup>

Compte tenu du contexte macroéconomique prévalant en 2023 et de la nécessité que le coût moyen pondéré du capital reflète la situation courante du marché, l'Autorité avait considéré pertinent, dans la décision n° 2023-2318, d'appliquer, pour le calcul du taux sans risque, une moyenne arithmétique entre d'une part, les rendements constatés des obligations d'État sur 5 ans<sup>24</sup> et, d'autre part, les rendements constatés des obligations d'État sur une période plus récente<sup>25</sup>.

Or, comme l'illustre la Figure 1, le niveau des rendements des obligations d'État françaises s'est stabilisé à la suite de la hausse survenue durant la période 2022-2023.

Dans la situation actuelle du marché, il apparaît donc que la période des 5 dernières années est représentative des conditions macroéconomiques et couvre aujourd'hui une part significative de la période, postérieure à la hausse des taux de 2022, concernée par les niveaux de taux actuels.

Dans ce contexte, l'Autorité estime qu'il n'est plus nécessaire de retenir une moyenne des rendements sur deux périodes pour refléter la situation macroéconomique nationale.

<sup>23</sup> Source : base de données d'Eurostat.

<sup>24</sup> Moyenne des rendements des obligations d'État françaises sur une période de 5 ans du 1<sup>er</sup> avril 2018 au 31 mars 2023

<sup>25</sup> Moyenne des rendements des obligations d'État françaises sur une période de 5 mois du 1<sup>er</sup> avril au 31 août 2023.

Par conséquent, l'Arcep considère pertinent 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'Etat.

Le taux sans risque déterminé selon cette méthode s'établit à 1,67 %<sup>26</sup>.

Dans le cadre de la consultation publique susvisée, tous les contributeurs qui se sont exprimés au sujet du taux sans risque, à l'exception d'Orange, ont soutenu le retour à la méthode préconisée par la communication de la Commission européenne en 2019. Orange est quant à lui favorable à un retour plus progressif à la méthode recommandée par la Commission, considérant que « *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* ». Ces réponses à la consultation publique ne conduisent pas l'Autorité à modifier son analyse sur la prise en compte du contexte macroéconomique. En particulier, compte-tenu de la stabilité relative du taux sans risque au cours des derniers mois, l'Autorité considère que la moyenne des cinq dernières années de ce taux prend en compte les conditions réelles de marché tout en concourant aux objectifs de stabilité et de prévisibilité auxquels veille l'Arcep.

#### 4.2.2 La prime de risque marché (ERP)

La communication de la Commission précitée 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 marché à l'échelle de l'Union européenne.

Pour cette évaluation, la Commission préconise l'utilisation d'une moyenne arithmétique et non géométrique. Les données publiées par les auteurs DMS (Dimson, Marsh and Staunton) sont la source de référence la plus classiquement utilisée. Le rapport de l'ORECE qui met en œuvre ce calcul pour l'ensemble des pays de l'Union européenne aboutit à une prime de risque de marché de 4,62 % pour la moyenne géométrique et de 5,96 % pour la moyenne arithmétique.

L'Autorité retient la méthode préconisée par la Commission européenne.

Cette approche conduit à retenir une valeur de 5,96 % pour la prime de risque de marché.

### 4.3 Évaluation des paramètres spécifiques aux entreprises

À la différence des paramètres reflétant les conditions économiques générales, ces paramètres reflètent la situation des entreprises du secteur et des entreprises pour lesquelles le régulateur estime le CMPC.

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 (ci-après « comparables »). Ce groupe comprend en général les principaux opérateurs puissants sur le marché, ainsi que d'autres opérateurs caractéristiques.

#### 4.3.1 La sélection des comparables

La Commission définit 5 critères de sélection du groupe de comparables.

Les entreprises devraient répondre aux conditions suivantes :

---

<sup>26</sup> Issue du rapport de l'ORECE BoR (25) 64 susmentionné.

- (i) être cotées en bourse et avoir des actions liquides ;
- (ii) être propriétaires d'infrastructures de communications électroniques dans lesquelles elles investissent ;
- (iii) exercer leur activité principalement dans l'Union européenne ;
- (iv) avoir une notation financière « *investment grade* » ;
- (v) n'être pas ou ne pas avoir été récemment associées à une opération de fusion-acquisition d'envergure.

Conformément à la communication de la Commission précitée, l'ORECE a établi un groupe de comparables comprenant 14 opérateurs : Orange, Deutsche Telekom, DIGI Communications, Elisa, KPN, NOS, Proximus, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Telia et Vodafone.

L'Autorité retient le groupe de comparables proposé par l'ORECE.

#### 4.3.2 Le ratio d'endettement (*g*)

Les entreprises peuvent se financer soit par la dette (*D*), soit par les fonds propres (*E*). La somme des deux constitue la valeur de l'entreprise. Le ratio d'endettement correspond à  $g = \frac{D}{D+E}$ , soit le rapport entre la quantité de dette de l'entreprise par rapport à sa valeur d'entreprise. Ce ratio permet d'estimer la part financée par la dette (le levier d'endettement ou *gearing*).

Conformément à la communication de la Commission précitée, la valeur de la dette de l'entreprise peut par simplicité être estimée à partir de la valeur comptable de la dette nette de l'entreprise, correspondant à la somme de la dette brute et des engagements de crédit-bail desquels sont soustraits la trésorerie et ses équivalents.

La valeur des fonds propres de l'entreprise est quant à elle estimée à partir de la valeur de marché des fonds propres.

Le ratio d'endettement est ainsi calculé à partir de ces paramètres et d'une moyenne sur 5 ans.

L'Autorité retient la méthode préconisée par la Commission européenne.

Cette approche aboutit à un taux d'endettement de 47,35 %.

#### 4.3.3 Le bêta des fonds propres ( $\beta_{FP}$ )

Conformément à la communication de la Commission précitée et à la pratique de marché, le bêta des fonds propres est calculé en deux temps.

Tout d'abord, le bêta de l'actif économique de chacun des comparables est calculé. De façon cohérente avec le calcul d'une prime de risque marché européenne, la Commission retient le STOXX Europe Total Market Index<sup>27</sup>, indice large et représentatif de l'économie européenne. Une méthode de désendettement est opérée selon la méthode de Harris-Pringle, selon la formule suivante :

$$\beta_A = \frac{D}{V} \times \beta_D + \frac{E}{V} \times \beta_{FP}$$

où  $\beta_A, \beta_D, \beta_{FP}$  sont respectivement les bêtas de l'actif économique, de l'endettement et des fonds propres, et où  $\beta_D$  est fixé à 0,1.

L'Autorité retient la méthode préconisée par la Commission européenne.

---

<sup>27</sup> <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=BKXP>

Cette méthode conduit au calcul d'un bêta de l'actif économique de 0,36.

Après application du ratio d'endettement, le calcul aboutit à un bêta des fonds propres de 0,59.

#### 4.3.4 La prime de dette

La communication de la Commission précitée préconise le calcul de la prime de dette des entreprises comme la différence entre le rendement de leurs obligations d'une maturité d'environ 10 ans et du taux sans risque national.

L'Autorité retient la méthode préconisée par la Commission européenne.

Sur cette base, le niveau de prime de dette ressort à 1,17 %.

### 4.4 Mise en œuvre des calculs du taux de rémunération du capital nominal

Sur la base des paramètres présentés ci-avant, l'Autorité évalue le coût moyen pondéré du capital nominal avant impôt à 5,0 % :

<i>Taux sans risque</i>	1,67%
<i>Prime de risque de marché</i>	5,96%
<i>Prime de dette</i>	1,17%
<i>Bêta de l'actif</i>	0,36
<i>Bêta de la dette</i>	0,10
<i>Bêta des fonds propres</i>	0,59
<i>Ratio d'endettement</i>	47,35%
<i>Taux d'imposition</i>	25,83%
<i>Coût des fonds propres (avant IS)</i>	7,0%
<i>Coût de la dette (avant IS)</i>	2,8%
<b>CMPC nominal avant IS</b>	<b>5,0%</b>

Tableau 1 : Calcul du CMPC nominal à partir des données du rapport de l'ORECE 2025 (BoR (25) 64)

## 5 Calcul du taux réel de rémunération du capital

### 5.1 Méthodologie

La communication de la Commission européenne de 2019 indique que dans les approches où « l'inflation est compensée par l'indexation annuelle des actifs de l'entreprise et seul un rendement réel du CMPC est autorisé », « l'une des méthodes de conversion [du CMPC nominal en CMPC réel] couramment utilisées à cet égard est l'équation de Fisher :

$$WACC_{Real} = \frac{(1 + WACC_{Nominal})}{(1 + \pi)} - 1$$

où  $\pi$  est le taux d'inflation »<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Paragraphes 61 et 62.

L'Autorité retient la méthode préconisée par la Commission européenne afin de convertir le CMPC nominal en un CMPC réel qui est utilisé pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs dans le respect des obligations tarifaires.

## 5.2 Évaluation de l'indice d'inflation

La communication de la Commission européenne susmentionnée et le rapport de l'ORECE sur le calcul des paramètres préconisent d'utiliser une estimation prospective de l'inflation à l'échelle de la zone euro comme par exemple la prévision d'inflation à 5 ans de la Banque centrale européenne (BCE).

L'Autorité retient le taux prévisionnel d'inflation à 5 ans de la BCE, conformément à la méthode préconisée par la Commission européenne.

La valeur du taux prévisionnel d'inflation à 5 ans de la BCE publiée dans le rapport 2025 de l'ORECE est de 2,0 %.

## 5.3 Mise en œuvre des calculs du taux de rémunération du capital réel

Sur la base des paramètres présentés ci-avant, l'Autorité évalue le taux réglementaire de rémunération du capital réel avant impôt à 3,0 %:

<b>CMPC nominal avant IS (voir section 4.4)</b>	<b>5,0%</b>
<i>Inflation prévisionnelle</i>	<i>2,0%</i>
<b>CMPC réel avant IS</b>	<b>3,0%</b>

Tableau 2 : Calcul du CMPC réel

## 6 Observations de la Commission européenne

XXX

**Décide :**

- Article 1.** Le taux de rémunération du capital nominal avant impôts utilisé pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs dans le respect des obligations tarifaires des activités fixes régulées est de 5,0 % à compter de l'année 2026.
- Article 2.** Le taux de rémunération du capital réel avant impôts utilisé pour la comptabilisation des coûts et l'établissement des tarifs dans le respect des obligations tarifaires des activités fixes régulées est de 3,0 % à compter de l'année 2026.
- Article 3.** Le directeur général de l'Arcep est chargé de l'exécution de la présente décision qui sera notifiée à la société Orange et publiée au *Journal officiel* de la République française et sur le site internet de l'Arcep.

Fait à Paris, le XX XXXX 2025

La présidente

Laure de La Raudière