INSTITUT LUXEMBOURGEOIS
DE RÉGULATION

FIXATION DU COUT MOYEN PONDERE DU CAPITAL POUR LES PRODUITS ET SERVICES REGULES D'UN OPERATEUR IDENTIFIE COMME PUISSANT SUR UN MARCHE PERTINENT

Version publique

Consultation publique nationale
du 31 octobre 2025 au 5 décembre 2025

(CP/T25/4)

Octobre 2025

17, rue du Fossé
Adresse postale
L-2922 Luxembourg

T +352 28 228 228
F +352 28 228 229
info@ilr.lu

www.ilr.lu

Sommaire

Sommaire 2
1. Introduction 4
2. Base légale et Communication de la Commission 4
2.1. Base légale 4
2.2. Communication de la Commission 5
3. Définition 5
4. Mise à jour des paramètres du CMPC 7
4.1. Méthodologie 7
4.2. Détermination des paramètres 7
4.2.1. Le taux sans risque (*risk free rate*, RFR) 7
4.2.2. La prime de risque de marché (*equity risk premium*, ERP) 8
4.2.3. Évaluation des paramètres spécifiques aux entreprises 9
4.2.4. Inflation 12
4.2.5. Taux d'imposition 12
4.3. Résultat 13
5. Durée d'application 13
6. Fixation du CMPC 14

Liste des figures

Figure 6-1: Rendement des obligations d'État luxembourgeois avec une échéance résiduelle de 10 ans 8

Liste des tableaux

Tableau 6-1: Groupe de pairs 10
Tableau 6-2: Calcul du CMPC 2025..... 13

1. Introduction

(1) Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est le coût que supporte une entreprise pour financer son activité. Il se compose d'une part, du coût de la dette et d'autre part, du coût des fonds propres. Le coût de la dette correspond au taux d'intérêt moyen auquel l'entreprise fait face et le coût des fonds propres correspond au rendement offert aux actionnaires. D'un point de vue théorique, le coût des fonds propres peut être considéré comme un taux de rendement pour un investisseur.

(2) Le coût du capital varie donc en fonction de plusieurs critères notamment, les conditions économiques générales (par exemple si les taux d'intérêts directeurs sont très bas, l'entreprise pourra se financer à travers la dette à des conditions très favorables ce qui diminuera le coût du capital), les caractéristiques sectorielles ainsi que les caractéristiques de l'entreprise en particulier. Le coût du capital prend aussi en compte le risque associé à un investissement.

(3) Un investisseur comparera le coût du capital d'un investissement par rapport à d'autres investissements possibles. Il pourra évaluer ainsi la performance d'une entreprise par rapport à d'autres entreprises sur des marchés concurrentiels. De la même manière, un investisseur pourra évaluer la performance de l'entreprise en la comparant à celle d'investissements présentant des niveaux de risque différents, tels que les obligations d'États.

(4) Dans cette optique, il est nécessaire de procéder à une mise à jour régulière de ce coût afin qu'il reflète de manière fidèle l'évolution des conditions économiques et financières et permette une appréciation objective de la rentabilité et de l'attractivité de l'investissement par rapport à d'autres investissements possibles.

(5) La dernière mise à jour du coût du capital a été effectuée en 2021 et a conduit à l'adoption du Règlement ILR/T21/5 du 3 juin 2021 portant sur la fixation du coût moyen pondéré du capital pour les produits et services régulés d'un opérateur identifié comme puissant sur un marché pertinent (ci-après « Règlement ILR/T21/5 »)[1].

(6) Dans ce contexte, le présent document vise à présenter la révision proposée du CMPC et d'en documenter les principales évolutions par rapport aux dispositions du Règlement ILR/T21/5.

2. Base légale et Communication de la Commission

2.1. Base légale

(7) Selon le 1ier paragraphe de l'article 85 de la Loi du 17 décembre 2021 sur les réseaux et les services de communications électroniques (ci-après « Loi du 17 décembre 2021 »)[2], l'Institut, lors de la fixation des plafonds tarifaires des produits régulés, doit permettre « *à l'entreprise de recevoir une rémunération raisonnable du capital adéquat engagé, compte tenu de tout risque spécifiquement lié à un nouveau projet d'investissement particulier dans les réseaux*. »

[1] Règlement ILR/T21/5 du 3 juin 2021 portant sur la fixation du coût moyen pondéré du capital pour les produits et services régulés d'un opérateur identifié comme puissant sur un marché pertinent

[2] Loi du 17 décembre 2021 portant transposition de la directive (UE) 2018/1972 du Parlement européen et du Conseil du 11 décembre 2018 établissant le code des communications électroniques européen et portant modification de la loi modifiée du 30 mai 2005 portant :

1) organisation de l'Institut Luxembourgeois de Régulation ;
2) modification de la loi modifiée du 22 juin 1963 fixant le régime des traitements des fonctionnaires de l'État

2.2. Communication de la Commission

(8) Dans sa Communication 2019/C 375/01 du 6 novembre 2019[3] (ci-après « Communication »), 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 (ARN ou régulateurs) en vertu de l'article 7 de la directive « cadre »* ».

(9) Cette Communication, non-contraignante, faisait suite au constat par la Commission européenne de différences importantes au niveau de la méthodologie appliquée ainsi que du résultat obtenu par les autorités réglementaires européennes (ci-après « ARN ») dans le cadre de la détermination du CMPC concernant les services fournis sur les réseaux de communications électroniques. La Communication porte cependant uniquement sur le calcul du CMPC pour l'infrastructure historique.

(10) La Commission évoque quatre principes de régulation fondamentaux qui sont à la base de cette Communication :

- 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.

(11) À la suite de cette Communication, l'ORECE a adopté le 12 juin 2020 un premier rapport calculant les différents paramètres pour l'application de la méthodologie fixée par la Commission européenne (ci-après « Rapport de l'ORECE »).

(12) Depuis, l'ORECE publie annuellement un rapport sur la mise à jour des paramètres à utiliser par les ARN pour la détermination du CMPC. L'ORECE a adopté le 5 juin 2025[4] un rapport avec les différents paramètres à utiliser lors de la mise à jour du CMPC pour l'année 2025. Ce rapport détaille également les différentes méthodologies pour calculer les paramètres ainsi que les variations des paramètres au cours des dernières années. La plupart des paramètres utilisés par l'Institut pour la détermination du présent CMPC sont issus de ce rapport.

(13) Il convient de préciser que l'Institut maintient une continuité méthodologique dans la révision du CMPC.

(14) Dans le présent document, l'Institut expose les principales évolutions intervenues depuis la dernière détermination du CMPC en 2021 et renvoie, pour tout complément d'information, au Rapport de l'ORECE.

3. Définition

(15) La Commission européenne[5] ainsi que l'ORECE estiment généralement que le CMPC est le meilleur moyen pour évaluer le retour sur investissement dont devrait bénéficier un opérateur investissant dans son réseau. Ce CMPC est ainsi un facteur important pour toute décision règlementaire portant sur l'orientation des prix vers les coûts.

[3] 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)

[4] BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2025) (BoR (25) 64)

[5] Recommandation (UE) 2024/539 de la Commission du 6 février 2024 sur la promotion réglementaire de la connectivité gigabit

(16) Le CMPC ne peut pas être observé directement mais doit être calculé à partir de données empiriques sur certains paramètres, dont certains sont spécifiques au marché (c'est-à-dire non spécifiques à une entreprise en particulier) alors que d'autres sont spécifiques à une entreprise. Il peut s'avérer difficile de définir certaines données pour des entreprises spécifiques, notamment si celles-ci ne sont pas cotées en bourse. Dans ce cas, ces paramètres sont définis à l'aide de données de référence provenant d'un échantillon d'entreprises comparatives.

(17) Le CMPC prend en compte les principales sources de financement habituellement disponibles et utilisées dans la structure du capital des entreprises : la dette et les fonds propres. Il prend également en compte le poids relatif de ces deux sources dans le capital via le ratio d'endettement (*gearing*), c'est-à-dire la proportion de la dette au sein de la structure du capital.

(18) À travers cette construction, le CMPC permet de mesurer la capacité d'une entreprise à valoriser les capitaux employés. Il est ainsi un bon indicateur économique pour comparer des projets d'entreprises par rapport à l'environnement économique en général.

(19) Dans l'environnement règlementaire, le CMPC est un élément important pour déterminer les plafonds tarifaires. En intégrant ce coût dans le calcul, les plafonds tarifaires seront établis à un niveau qui permettra à l'opérateur PSM d'être dûment rémunéré pour son investissement. En même temps, ce niveau devra fournir aux demandeurs d'accès tous les éléments utiles afin de prendre la décision « construire ou acheter ».

(20) Une augmentation (diminution) du CMPC entraînera, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation (diminution) des prix de gros régulés. Même des modifications mineures du CMPC peuvent influencer les prix de gros régulés significativement étant donné que le secteur des communications électroniques est très capitalistique.

(21) Le CMPC, déterminé par l'Institut, est défini selon la formule suivante :

$$CMPC\ nominal\ av.impôts\ = (1-g)\ \times coût\ des\ fonds\ propres + g\ \times coût\ de\ la\ dette$$

où $g = \frac{D}{D+E}$, soit le rapport entre la quantité de la dette (D) de l'entreprise par rapport à la totalité du financement (dette + fonds propres (E)).

(22) Le coût des fonds propres est calculé par la formule suivante :

$$Coût\ des\ fonds\ propres\ = \frac{RFR +\ \beta\ \times ERP}{(1 - taux\ d'imposition)}$$

où *RFR* désigne un taux sans risque, le β désigne le risque spécifique associé à un investissement dans ce secteur et l'*ERP* désigne la prime de marché. Tous ces facteurs seront expliqués en détail dans la suite du document et dans le Rapport de l'ORECE.

Ce coût des fonds propres doit aussi tenir compte du taux d'imposition. En effet, un investisseur choisira son investissement en fonction de l'imposition et demandera un retour sur investissement tout en prenant en compte l'imposition de la société. Il convient donc de relever le coût des fonds propres en le divisant par (1 – *taux d'imposition*). Cette opération n'est pas nécessaire au niveau du coût de la dette puisque les intérêts de la dette sont déductibles à 100% de la base d'imposition.

(23) Le coût de la dette est calculé par la formule suivante :

$$Coût\ de\ la\ dette\ = RFR + prime\ de\ dette$$

(24) Pour certains cas, l'Institut devra convertir ce CMPC nominal avant impôts en CMPC réel avant impôts, c'est-à-dire en prenant en compte l'impact de l'inflation. Cette conversion se fera à l'aide de la formule suivante :

$$CMPC\ réel\ avant\ impôts\ = \frac{1 +\ CMPC\ nominal\ avant\ impôts}{1 + taux\ d'inflation} - 1$$

4. Mise à jour des paramètres du CMPC

4.1. Méthodologie

(25) La Commission européenne détaille sa méthodologie dans les sections 3 à 6 de sa Communication. La section 3 comporte notamment des spécifications sur les hypothèses de calculs communs aux paramètres du CMPC.

(26) Comme indiqué à la section 7 de la Communication de la Commission, l'ORECE est chargé du calcul annuel des différents paramètres et de leur publication.

(27) L'Institut continue d'appliquer la méthodologie détaillée dans la Communication de la Commission. Le présent document ne détaillera donc pas les différentes hypothèses retenues par la Commission, mais expliquera uniquement les paramètres retenus par l'Institut.

4.2. Détermination des paramètres

(28) La majorité des paramètres est issue du rapport intitulé « BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6 th November 2019 (WACC parameters Report 2025) »[6].

4.2.1. Le taux sans risque (*risk free rate*, RFR)

(29) Selon la Communication de la Commission, « *le RFR est le taux de rendement attendu sur un investissement sans risque. Pour qu'un investissement soit exempt de risque, le risque de défaut de paiement doit être nul et il ne doit pas y avoir de risque de réinvestissement (l'investisseur peut réinvestir les paiements d'intérêts futurs au même taux de rendement que lors de l'achat de l'actif).* »

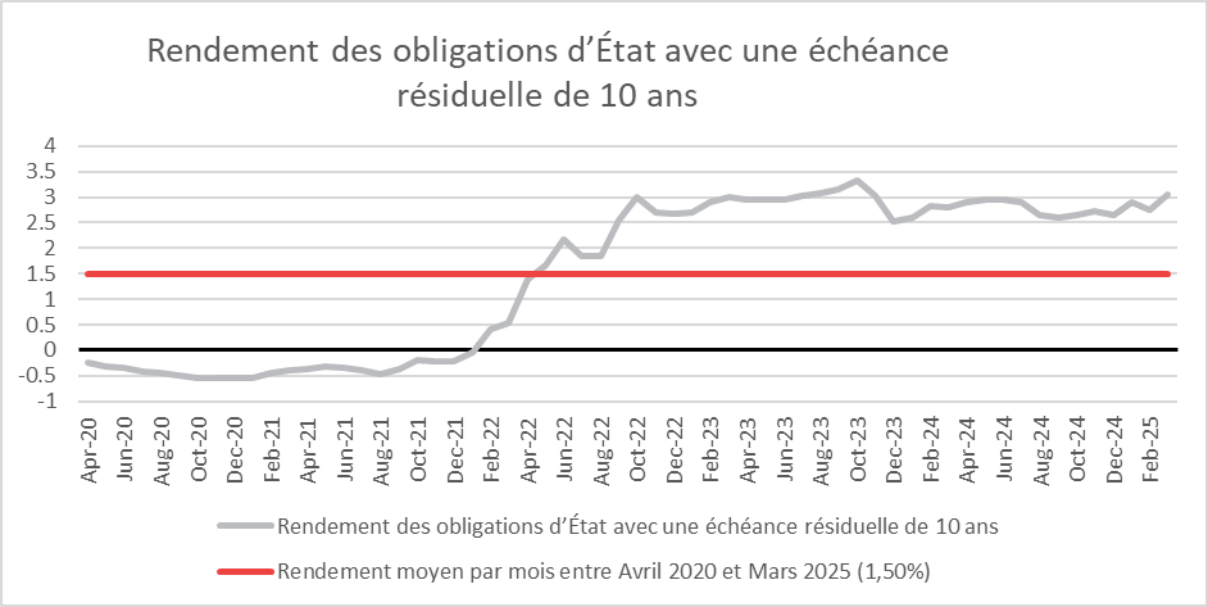
(30) La Commission propose de garder ce paramètre au niveau « national », ceci parce que « *(…) le recours aux obligations d'État, associé à une méthodologie cohérente, permettra de garantir que les différences entre les RFR reflètent fidèlement les disparités des conditions de financement entre les États membres*. »

(31) Néanmoins, la Commission préconise que l'ensemble des ARN choisissent la même échéance résiduelle pour les obligations d'État. Plus précisément, la Commission propose de retenir les obligations d'État avec une échéance résiduelle de dix ans. Les rendements de ces obligations tendent à être moins volatils que ceux des obligations à plus court terme, et à mieux correspondre à la longue durée de vie des investissements dans les réseaux de communications électroniques.

(32) À des fins d'harmonisation et pour disposer d'une base de référence commune, la Communication recommande de retenir les taux mensuels publiés par Eurostat[7]. La valeur est ensuite calculée par moyenne arithmétique selon les paramètres définis dans la Communication de la Commission.

[6] BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2025) (BoR (25) 64)
[7] Eurostat Data Source IRT_LT_MCBY_M, Online data code: TEIMF050

Figure 4-1: Rendement des obligations d'État luxembourgeois avec une échéance résiduelle de 10 ans



(33) Ainsi, le taux sans risque retenu sur la base d'une moyenne des rendements mensuels constatés sur les cinq dernières années (d'avril 2020 à mars 2025) pour les obligations d'État luxembourgeoises avec une échéance résiduelle de 10 ans est de **1,50%.**

4.2.2. La prime de risque de marché (*equity risk premium*, ERP)

(34) Tout comme le taux sans risque, la prime de risque du marché (*equity risk premium*, ERP) est un paramètre qui doit refléter les conditions économiques générales d'un marché. En théorie, l'ERP doit donc représenter la rémunération, en plus du taux sans risque, pour investir des fonds propres dans le capital d'entreprises.

(35) Pour ce paramètre néanmoins, la Commission préconise de calculer et d'utiliser une ERP européenne au lieu d'une ERP nationale. La Commission considère que les marchés financiers sont très intégrés au niveau européen et que les investisseurs évaluent les opportunités d'investissements désormais au niveau européen. Cette prime devra ainsi converger au niveau européen.

(36) Pour évaluer cette prime de risque du marché, la Commission recommande de se baser sur des données historiques des primes des marchés européens. En ligne avec cette recommandation, l'ORECE a considéré les données publiées[8] par les auteurs DMS (Dimson, Marsh et Staunton).

(37) En détail, l'ORECE applique une pondération des valeurs sur la base des données disponibles (*available years weighting*). Cette pondération s'avère nécessaire puisqu'il n'existe pas de source unique pour tous les pays de l'Union européenne. En effet, la base de données de Morningstar dispose de données historiques pour 13 pays. Les données pour les autres pays restants sont évaluées sur base des données de Bloomberg et d'une méthode des « prix implicites ». Ces méthodologies sont décrites en détail aux sections 6.1., 6.2., 6.3. et 6.4. du Rapport de l'ORECE.

[8] Dimson/Marsh/Staunton (DMS), données publié dans le *Global Investment Returns Yearbook 2025 UBS/LondonBusiness School*; un résumé de l'*UBS Global Investment Returns Yearbook 2025* est disponible ici.

(38) Finalement, cette méthodologie conduit à une valeur d'une ERP européenne de 5,96% (tableau 15 du Rapport de l'ORECE)[9], quasiment identique à celle de 2024, signe d'une stabilisation des conditions de marché en Europe.

(39) L'Institut tient à signaler que les bases de données de Morningstar et Bloomberg ne contiennent pas de données pour le Luxembourg. L'Institut considère néanmoins que le fait qu'il n'a pas été possible de déterminer une valeur pour le Luxembourg n'impacte que très peu le résultat, car la prime de risque de marché européenne est obtenue à travers une pondération des valeurs nationales.

(40) Finalement, l'Institut est d'avis que l'approche globale choisie par la Commission ainsi que les calculs opérés par l'ORECE sont cohérents pour déterminer une ERP européenne.

(41) Ainsi, conformément aux recommandations de l'ORECE, l'Institut retient la valeur de **5,96%** pour la prime de risque de marché.

4.2.3. Évaluation des paramètres spécifiques aux entreprises

(42) À la différence des paramètres reflétant les conditions économiques générales (RFR et ERP), les paramètres suivants représentent la situation des entreprises du secteur des communications électroniques.

(43) Selon la méthodologie présentée par la Commission, ces paramètres sont à calculer à partir des valeurs d'un groupe d'entreprises de communications électroniques européennes. Ce groupe de pairs comprend en général les principaux opérateurs européens puissants sur leurs marchés respectifs, ainsi que d'autres opérateurs caractéristiques mais dont le cœur de l'activité doit être en Europe.

(44) La Communication de la Commission prévoit une certaine flexibilité dans le choix des entreprises du groupe de pairs. La Commission permet aux ARN d'exclure certaines entreprises ou d'en considérer d'autres si l'ARN est d'avis que cette modification permettrait de mieux représenter les caractéristiques des opérateurs nationaux.

(45) Les acteurs majeurs du marché au Luxembourg sont, d'un côté, des entreprises en lien avec des grands groupes internationaux (Proximus et Orange) et, de l'autre côté, des acteurs purement luxembourgeois (POST et Luxembourg Online). Cette diversité rend difficile de définir un paramètre national qui représente au mieux la situation au Luxembourg.

(46) De plus, POST Luxembourg, qui est l'opérateur PSM sur les marchés 1/2020, 3b/2014 et 4/2014, n'est pas une entreprise cotée en bourse. Vu que son actionnariat est (à 100%) étatique, il n'est pas évident de trouver une entreprise similaire au niveau européen qui pourrait servir de base pour établir les paramètres spécifiques.

(47) Ces paramètres représentent en général aussi les performances, la stratégie et les perspectives économiques de l'entreprise. Dans le cas de POST, ces trois aspects doivent être mis en relation avec la stratégie générale de son actionnaire, c'est-à-dire l'État luxembourgeois. Il est donc peu évident de corréler ces indicateurs en relation avec le marché avec les résultats de l'opérateur PSM au Luxembourg.

(48) De ce point de vue, l'Institut a choisi de s'aligner avec la proposition de l'ORECE et donc de prendre en compte le groupe de pairs énoncé par l'ORECE dans son rapport. Comme mentionné et faute de données purement luxembourgeoises, l'Institut est d'avis que ce groupe représente un échantillon pertinent des acteurs au niveau européen et que ces valeurs peuvent être reprises pour le calcul du CMPC au Luxembourg.

[9] L'Institut tient à signaler, comme indiqué par l'ORECE à la section 6.4., que l'ERP européenne n'est pas une moyenne des ERP nationales (détaillées au tableau 16 du Rapport ORECE).

La sélection du groupe de pairs

(49) La Commission définit cinq critères de sélection du groupe de pairs. Les entreprises devraient répondre aux conditions suivantes :

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.

(50) La Commission invite à retenir un indice boursier européen large. L'ORECE a ainsi retenu, comme base de données, le « STOXX Europe TMI »[10], un indice large et représentatif de l'économie européenne des communications électroniques.

(51) À l'aide de cet indice, l'ORECE a établi un groupe de pairs composé de 14 opérateurs, à savoir :

Tableau 4-1: Groupe de pairs

Entreprise	Pays d'origine	Activité(s)	Faisant partie de l'échantillon 2021 (X si oui)
Deutsche Telekom AG	Allemagne	Fixe et mobile	X
Elisa Oyj	Finlande	Fixe et mobile	X
Koninklijke KPN N.V.	Pays-Bas	Fixe et mobile	X
NOS	Portugal	Fixe et mobile	X
Orange S.A.	France	Fixe et mobile	X
Proximus S.A.	Belgique	Fixe et mobile	X
Telekom Austria AG	Autriche	Fixe et mobile	X
Tele 2 AB	Suède	Fixe et mobile	X
Telefonica S.A.	Espagne	Fixe et mobile	X
Telenor	Norvège	Fixe et mobile	
Telia Company AB	Suède	Fixe et mobile	X
Telecom Italia	Italie	Fixe et mobile	X
Vodafone	Royaume-Uni	Fixe et mobile	X
DIGI	Roumanie	Fixe et mobile	

(52) L'Institut constate que la majorité des entreprises du groupe de pairs sont identiques à celles choisies lors de la fixation par l'Institut du CMPC en 2021. Par rapport au dernier échantillon, l'ORECE a choisi de ne plus considérer British Telecom et Telenet (Belgique).

(53) Le fait que la grande majorité des entreprises du groupe de 2025 soient identiques à celui de 2021 permet de conclure à une cohérence entre la fixation du CMPC effectuée en 2021 et celle effectuée en 2025.

(54) La Commission recommande de retenir les valeurs moyennes constatées pour l'ensemble des entreprises de ce groupe pour déterminer les trois paramètres suivants :

- le ratio d'endettement ;
- le bêta des fonds propres ;

[10] STOXX Europe TMI

- la prime de dette.

4.2.3.1. Le ratio d'endettement (*gearing*, g)

(55) Les entreprises peuvent se financer soit par la dette (D), soit par les fonds propres (E). Le ratio d'endettement correspond à $g = \frac{D}{D+E}$, soit le rapport entre la quantité de la dette de l'entreprise par rapport à la totalité du financement (dette + fonds propres). Ce ratio permet d'estimer le levier d'endettement ou *gearing*.

(56) Ce ratio est important puisque chaque source de financement est sujet à un rendement différent (taux d'intérêts sur la dette, rendement attendu par ses actionnaires pour les fonds propres). En général, des entreprises de secteurs « capitalistiques » tendent à avoir recours à un niveau de dette supérieur par rapport à des entreprises de secteurs d'activités cycliques.

(57) Pour calculer ce ratio, différentes hypothèses doivent être émises. Il faut notamment s'accorder sur les caractéristiques de la dette, la base de la valeur des fonds propres (marché ou comptabilité) et sur la durée d'évaluation de ces paramètres. Dans ce contexte, la Communication de la Commission prévoit d'évaluer la valeur des fonds propres sur base des données du marché (prix des actions p.ex.) et de considérer uniquement la valeur comptable de la dette à long terme. L'ORECE estime que l'horizon d'évaluation devra être le plus proche possible des horizons des autres paramètres du CMPC.

(58) L'ORECE a donc procédé à une évaluation de ces valeurs pour le groupe des pairs sur base des données de Bloomberg. Le ratio d'endettement, calculé ainsi, sur une moyenne de cinq ans, aboutit à un taux de **47,35%**. L'Institut propose de retenir ce taux pour le calcul du CMPC.

(59) Lors de la dernière fixation du CMPC, l'Institut avait retenu un taux de 37%. Cette augmentation peut s'expliquer par plusieurs facteurs. L'ORECE décrit notamment dans son rapport que le niveau de capitalisation (la valeur boursière) a diminué pour dix opérateurs. Cette diminution engendre une augmentation du *gearing*, toutes choses égales par ailleurs.

4.2.3.2. Le bêta des fonds propres (β)

(60) Le bêta des fonds propres est un indicateur du risque d'investissement et de la performance d'une entreprise (ou, comme dans ce cas, d'un groupe d'entreprises) par rapport à son environnement concurrentiel. Si cet indicateur (pour une entreprise donnée) est supérieur à 1, cela veut dire que cette entreprise est plus performante que l'évolution générale du marché. À l'inverse, si l'indicateur est inférieur à 1, l'entièreté du marché performe mieux que l'entreprise en question.

(61) En général, le bêta des fonds propres est calculé en deux temps.

(62) Dans un premier temps, le bêta de l'actif économique (β_A) est obtenu en comparant la performance d'une entreprise par rapport au marché choisi. Dans ce cas, l'ORECE a choisi, comme préconisé par la Commission dans sa Communication, comme « marché comparateur » STOXX Europe TMI. Ainsi, pour chaque entreprise du groupe des pairs, l'ORECE a comparé d'abord la performance de cette entreprise à celle du marché comparateur.

(63) Ensuite, l'ORECE calcule la moyenne de tous ces β_A. Cette méthode conduit à un bêta de l'actif économique (β_A) de **0,36**.

(64) Dans un deuxième temps, un désendettement du bêta doit être appliqué. Conformément à la Communication de la Commission, ce désendettement est opéré selon la « formule de Miller » :

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

où

- $\beta_A, \beta_D, \beta_{FP}$ sont respectivement les bêtas de l'actif économique, de l'endettement et des fonds propres ;
- $V = D + E$ représente la valeur de l'entreprise avec D étant la dette de l'entreprise et E les fonds propres.

(65) La Communication de la Commission propose pour l'estimation du bêta de l'endettement (β_D) de retenir la valeur de 0,1. Cette estimation se base, selon la Commission, sur l'observation que cette valeur se situe généralement entre 0 et 0,2.[11]

(66) Après application de la formule ci-avant, l'Institut aboutit à un bêta des fonds propres (β_{FP}) de **0,63**. Cette valeur s'élevait à 0,79 lors de la dernière fixation du CMPC.

4.2.3.3. La prime de dette

(67) La prime de dette des entreprises est considérée comme la différence entre le rendement de leurs obligations d'une maturité d'environ dix ans et du taux sans risque national.

(68) L'Institut estime, comme expliqué aux paragraphes (45) à (48), que l'échantillon constitué par l'ORECE peut être utilisé pour représenter une prime de dette adéquate.

(69) Ainsi, en prenant la totalité du groupe des comparables comme base de calcul, l'Institut obtient par application d'une moyenne arithmétique, une prime de dette de **1,17%**. Cette valeur est aussi proche de celle retenue lors de la dernière fixation du CMPC (1,30%).

4.2.4. Inflation

(70) La Communication de la Commission préconise l'utilisation d'un taux d'inflation européen prévisionnel pour les différentes opérations de conversion du CMPC (en valeur réelle par rapport à la valeur nominale). Ceci pour deux raisons :

- Un investisseur se base sur les prévisions de l'inflation pour évaluer des possibles investissements. Il ne prendra pas en compte l'inflation historique lors de son choix.
- Vu que la Commission considère que le marché financier tend à être de plus en plus intégré au niveau européen (un investisseur est pratiquement libre d'investir dans tous les pays européens), il est plus cohérent de choisir un taux d'inflation en relation avec ce marché unique que de considérer des valeurs nationales.

(71) L'Institut partage cet avis et propose donc de prendre en compte le taux d'inflation défini par la Banque centrale européenne (BCE) et couvrant une période de cinq ans pour la zone Euro. Les dernières données disponibles (Q3 2025) indiquent un taux de **2,0%**[12]. Compte tenu des évolutions économiques, le taux d'inflation a augmenté de 0,3 points de pourcentage depuis 2021 (1,70%).

4.2.5. Taux d'imposition

(72) Pour établir un CMPC cohérent, il est important de considérer aussi le taux d'imposition vu que celui-ci a un impact direct sur la rentabilité d'un investissement. En effet, un taux d'imposition élevé diminue la rentabilité d'un investissement.

[11] Communication de la Commission, Point 49
[12] Banque Centrale Européenne, Prévision de l'inflation

(73) Concernant le taux d'imposition à prendre en compte, le raisonnement est différent par rapport au taux d'inflation ou à la prime de risque du marché. Les entreprises sont imposées au niveau national et il est donc logique de considérer le taux d'imposition du pays dans lequel elles sont domiciliées.

(74) Au Luxembourg, le taux d'impôt sur les sociétés varie de commune en commune. En effet, le taux d'imposition des sociétés est composé de deux éléments :

- l'impôt commercial communal (I.C.C.), qui a pour objectif d'aider les communes à financer leurs charges, et plus spécifiquement le surcoût engendré par les entreprises établies sur leur territoire (mise à disposition de zones industrielles, de places de parking, mesures spécifiques destinées à garantir la qualité de l'environnement naturel, etc.) ;
- l'impôt sur le revenu des collectivités (I.R.C.) qui correspond à l'impôt à payer sur les bénéfices annuels de la société en question.

(75) Tandis que l'I.C.C. est resté stable depuis 2020, l'I.R.C. a baissé d'environ d'1 point de pourcentage ce qui induit donc une baisse au niveau du taux d'affichage (I.C.C. et I.R.C.) de l'impôt sur les sociétés.

(76) En moyenne, pour l'année 2025, le taux d'imposition (I.C.C. et I.R.C.) est d'environ **23,87%**[13] au Luxembourg (pour la Ville de Luxembourg) ce qui correspond à une diminution de 2,8 points de pourcentage par rapport au taux retenu en 2021.

4.3. Résultat

Tableau 4-2: Calcul du CMPC 2025

Calcul du CMPC 2025			*Calcul du CMPC 2021*	
Paramètres	**Valeur utilisée**	**Source**	***Valeur utilisée***	***Δ%***
Taux sans risque (a)	1,50%	Rapport de l'ORECE	*0,29%*	*+417%*
Prime de dette (b)	1,17%	Rapport de l'ORECE	*1,30%*	*-10%*
Coût de la dette (a) + (b)	2,67%			*+68%*
Taux d'imposition	23,87%	Administration des contributions directes	*26,66%*	*-10%*
Prime de risque	5,96%	Rapport de l'ORECE	*5,31%*	*+12%*
Ratio d'endettement	47,35%	Rapport de l'ORECE	*37,00%*	*+28%*
Bêta de l'actif économique	0,36	Rapport de l'ORECE	*0,53*	*-32%*
Taux d'inflation	2,00%	BCE (prévision)	*1,70%*	*+18%*
CMPC nominal avant impôts	**4,89%**		***4,45%***	***+10%***
CMPC réel avant impôts	**2,83%**		***2,70%***	***+5%***

5. Durée d'application

(77) La Communication de la Commission préconise une mise à jour annuelle de la valeur nationale du CMPC afin de tenir compte de l'évolution de la conjoncture économique. Toutefois, compte tenu de l'utilisation actuelle du CMPC par les ARN, et du fait que ces dernières fixent en général les plafonds tarifaires pour plusieurs années, la Commission considère qu'une mise à jour préalable à la fixation de nouveaux plafonds tarifaires est suffisante.

(78) Dans ce cadre, l'Institut proposera, sur le marché 1/2020, de fixer des plafonds tarifaires pour la période allant de 2026 à 2030 inclus.

[13] Administration des contributions directes, Charges fiscales des collectivités

6. Fixation du CMPC

(79) Au vu de ce qui précède, l'Institut propose de retenir les dispositions suivantes :

(80) Afin de permettre à l'opérateur identifié comme puissant sur un marché pertinent une rémunération du capital adéquat engagé, l'Institut utilise le coût moyen pondéré du capital en termes nominaux avant impôts en relation avec les obligations règlementaires imposées à cet opérateur.

(81) Pour les produits et services régulés sur les marchés pertinents des communications électroniques fixes, le coût moyen pondéré du capital en termes nominaux avant impôts est fixé à 4,89%.