

**RESULTAT DE LA CONSULTATION PUBLIQUE NATIONALE DU 31 OCTOBRE AU 5 DECEMBRE 2025**

**Concernant le projet de règlement 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**

**LUXEMBOURG, LE 2 JANVIER 2026**

---

**SECTEUR COMMUNICATIONS ÉLECTRONIQUES**

---

Le présent document clôture le processus de consultation publique nationale du 31 octobre 2025 au 5 décembre 2025 concernant le projet de règlement 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 (CP/T25/4).

En application de l'article 4(4) du règlement ILR/T23/7 du 23 mai 2023 relatif à la procédure de consultation instituée par l'article 27 de la loi du 17 décembre 2021 sur les réseaux et les services de communications électroniques, l'Institut tient à rappeler qu'il « *ne tient compte que des commentaires qu'il a reçus durant la période de la consultation et qui se rapportent directement et uniquement aux projets de mesure en question* ».

Ainsi, tout commentaire reçu après ce délai, ou qui ne se rapporte pas strictement aux projets soumis à consultation publique ne saurait être pris en compte et ne fera l'objet d'aucune publication de la part de l'Institut.

L'Institut a reçu des contributions de la part de :

- POST Luxembourg ;
- Proximus Luxembourg S.A.

Le fait d'inclure les contributions dans ce document ne signifie nullement que l'Institut approuve ou désapprouve les opinions exprimées.



INSTITUT LUXEMBOURGEOIS DE  
REGULATION  
Monsieur Luc Tapella  
Directeur  
17, rue du Fossé  
L-2922 Luxembourg

**Dossier traité par :**  
Département Compliance Telecom & Direction Finances

**N.réf. :**

Luxembourg, le 3 décembre 2025

**Objet :** Prise de position à la consultation publique nationale ILR CP/T25/4 concernant le projet de règlement 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

Monsieur le Directeur,

POST remercie l'ILR de lui avoir offert l'opportunité de formuler ses observations dans le cadre de la présente consultation publique, et vous prie de bien vouloir trouver ci-après sa réponse.

Les documents servant de base à cette consultation sont :

- 1) Le Projet de règlement ILR/T25/x 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) Le document de motivation de l'ILR intitulé « *Fixation du coût moyen pondéré du capital pour les produits et services régulés d'un opérateur identifié comme puissant sur un marché pertinent* ».

La réponse de POST est structurée en 3 parties, répondant aux points clefs du document soumis à la consultation.

## 1. Contexte général

L'ILR a procédé à une mise à jour du taux de rémunération du capital à la faveur de la révision du cadre réglementaire ayant abouti à l'entrée en vigueur, en date du 11 octobre 2025 :

- du Règlement ILR/T25/1 du 30 septembre 2025 portant sur la définition du marché pertinent de la fourniture en gros d'accès local en position déterminée (marché 1/2020), l'identification de l'opérateur puissant sur ce marché et les obligations lui imposées à ce titre,
- du Règlement ILR/T25/2 du 30 septembre 2025 portant sur la définition du marché pertinent de la fourniture en gros d'accès central en position déterminée pour produits de grande consommation (marché 3b/2014), l'identification de l'opérateur puissant sur ce marché et les obligations lui imposées à ce titre, et
- du Règlement ILR/T25/3 du 30 septembre 2025 portant sur les modalités relatives au contrôle de l'obligation de l'équivalence des intrants (EoI)

L'ILR envisage ainsi d'adopter un WACC nominal avant impôts de **4,89 %**, contre **4,45%** actuellement depuis la dernière révision opérée en 2021. En termes réels après impôts, le WACC proposé s'élèverait quant à lui à 2,83% contre 2,70 % actuellement.

L'ILR, dans ses motivations, explique avoir suivi la Communication 2019/C 375/01 de la Commission européenne datée du 6 novembre 2019. Cette Communication, qui ne revêt pas un caractère contraignant, précise la méthodologie que la Commission recommande pour estimer le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

Par cette Communication, la Commission européenne charge par ailleurs le BEREC d'élaborer des lignes directrices et d'estimer au niveau européen les paramètres clés pour la détermination du WACC. Ces lignes directrices constituent un guide pour les régulateurs nationaux pour la détermination du WACC, même si elles ne revêtent aucun caractère contraignant.

## 2. Prise de position

### 2.1. Analyse des paramètres clefs

Le tableau ci-dessous reprend l'évolution des paramètres entrant dans la formule de calcul du WACC, avec l'évolution que l'ILR propose pour chacun d'eux entre 2021 et 2025 :

<b>Paramètres</b>	<b>Calcul du CMPC 2025</b>		<b>Calcul du CMPC 2021</b>	
	<b>Valeur utilisée</b>	<b>Source</b>	<b>Valeur utilisée</b>	<b>Δ%</b>
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%
Béta de l'actif économique	0,36	Rapport de l'ORECE	0,53	-32%
Taux d'inflation	2,00%	BCE (prévision)	1,70%	+18%
<b>CMPC nominal avant impôts</b>	<b>4,89%</b>		<b>4,45%</b>	<b>+10%</b>
<b>CMPC réel avant impôts</b>	<b>2,83%</b>		<b>2,70%</b>	<b>+5%</b>

Tableau 1. Source : ILR.

On observe que, à l'exception du taux d'imposition et du bêta de l'actif économique, tous ces paramètres sont orientés à la hausse. Le second enseignement est que, à l'exception du taux sans risque et du taux d'imposition, qui sont des paramètres purement nationaux, et du taux d'inflation qui provient des prévisions de la BCE, l'ILR a repris les valeurs du BEREC. Si ni l'utilisation des valeurs définies par le BEREC, ni la définition du taux d'imposition et du taux d'inflation n'appellent pas à des commentaires particuliers, il en va autrement du taux sans risque.

### 2.1.1. Proposition de révision de l'approche de détermination du taux sans risque

L'ILR, au considérant 29 du Document de motivation, se réfère à la Communication de la Commission européenne selon laquelle « *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)* ».

En appliquant la méthodologie de la Commission, l'ILR considère les obligations d'État avec une échéance résiduelle de dix ans étant donné que 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. POST partage cette approche.

Cependant, l'ILR applique ensuite, pour déterminer ce taux sans risque, 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 et aboutit ainsi à un taux de 1,50%.

Toutefois, le recours à une période de 5 années pour calculer le rendement moyen n'apparaît pas dans la Communication de la Commission.

De plus, en période de forte volatilité telle que nous l'avons connue depuis 2020 avec une succession de crises, cet horizon temporel se traduit par un résultat qui n'est pas cohérent aux yeux de POST. En effet, depuis 2020 nous avons connu :

- La crise sanitaire du Covid et ses répercussions très importantes sur les finances publiques ;

- La guerre en Ukraine et ses répercussions sur les prix des matières premières, entraînant une explosion de l'inflation et, par conséquent, une envolée des taux de base de la BCE ;
- La guerre commerciale lancée par l'Administration US depuis début 2025 et ses répercussions actuelles et à venir sur les économies européennes.

L'ensemble de ces éléments fait que le taux sans risque à 10 ans auquel l'Etat luxembourgeois place ses emprunts obligataires est passé de -0,5 % fin 2020 à près de 3,5 % en octobre 2023, soit une variation de 4 points de base en l'espace de 3 ans.

Il convient ainsi de noter que la dernière émission obligataire de l'Etat luxembourgeois a eu lieu le 10 septembre 2025, pour un montant de 2,5 milliards d'euros, avec une maturité de 10 ans et un coupon de 2,9 %, soit près du double du taux retenu par l'ILR dans le calcul du WACC. L'avant-dernière émission a quant à elle eu lieu en octobre 2024, pour un montant de 1,25 milliards d'euros, toujours avec une maturité de 10 ans et un coupon de 2,625 %.

Quant à l'évolution future, il est peu probable, au regard de l'environnement de polycrises dans lequel nous évoluons, que le taux à 10 ans auquel l'Etat luxembourgeois empruntera au cours de 5 prochaines années baisse significativement. En vaille pour preuve, le coupon est passé de 2,625 % en octobre 2024 à 2,9 % en septembre 2025 alors que sur cette période la BCE a continué d'abaisser son taux directeur. Cette évolution en effet ciseaux prouve que nous évoluons dans un environnement de profonde incertitude.

Au vu de ce qui précède, POST propose de revoir l'approche en matière de détermination du taux sans risque afin de tenir compte de l'exceptionnelle volatilité observée sur cette période.

### **2.1.2. Comparaison du taux sans risque avec le secteur de l'énergie et l'étude PwC**

Dans le règlement ILR/E25/25 du 30 juin 2025 concernant la fixation du coût moyen pondéré du capital applicable aux investissements de l'année 2026 - Secteur électricité, l'ILR retient un taux sans risque de 2,99 %, soit quasiment le double de ce qui est prévu pour le secteur des communications électroniques. Au vu du fait qu'il est expliqué dans l'annexe 3 afférente à ce règlement que « *[I]l* e taux sans risque est le taux d'intérêt qu'un investisseur sur le marché des capitaux recevrait pour un titre théorique sans risque calculé. », il est alors surprenant qu'un investissement sans risque dans des obligations d'Etat puisse varier en fonction du secteur d'activité pour lequel un WACC est estimé. Le taux sans risque devrait être identique indépendamment du secteur d'activité considéré par un investisseur potentiel.

Notons par ailleurs que l'Allemagne, qui est considérée comme l'émetteur d'obligations d'Etat le plus sûr de la zone euro<sup>1</sup>, a enregistré en 2025 une moyenne de rendements obligataires sur ses émissions à 10 ans proche de 2,5 %<sup>2</sup>. Soulignons à ce titre que PwC utilise, pour le secteur des communications électroniques allemand, un taux sans risque de 3,3 %<sup>3</sup>.

De plus, comme les obligations luxembourgeoises sont peu liquides, dans le sens où elles ne sont proposées que sur la place financière luxembourgeoise et nulle part ailleurs (il n'y a par ailleurs pas de marché secondaire de revente des obligations luxembourgeoises), elles sont

<sup>1</sup> C'est d'ailleurs la raison pour laquelle leur taux de rendements obligataires est utilisé dans la pratique pour estimer le taux sans risque. Les lignes directrices de la Commission européenne en matière de calcul du WACC pour le secteur des communications électroniques semblent être l'exception.

<sup>2</sup> <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>

<sup>3</sup> Cf. <https://evaluationdata.pwc.de/en/telecommunications/>

à considérer comme plus risquées que les obligations d'un certain nombre d'autres pays, dont celles de l'Allemagne.

**Un taux sans risque compris entre 2,5 %<sup>4</sup> et 3,3 %** est, aux yeux de POST, la fourchette au sein de laquelle le taux sans risque devrait être déterminé. En maintenant inchangé l'ensemble des autres paramètres, cela aboutirait à un **WACC nominal avant impôts compris entre 6,06 % et 7 %**.

Une déviation de la Communication de la Commission n'est pas nouvelle sur le plan européen. En effet, certains régulateurs nationaux ont récemment opté pour une approche adaptée à la situation économique actuelle de leur pays lorsqu'ils ont déterminé le taux sans risque et la Commission a approuvé ces déviations. Ces déviations consistent généralement à calculer le taux sans risque en considérant (1) une moyenne des rendements mensuels constatés sur les cinq dernières années, et (2) une moyenne des rendements mensuels constatés sur une période de 3 à 5 mois qui débute après la période des 5 ans. L'effet de cette approche est repris dans le tableau suivant :

Pays	Taux sans risque retenu par le régulateur national	Taux sans risque déterminé par BEREC <sup>5</sup>
France	1,79 % <sup>6</sup>	0,59 %
Allemagne	1,26 % <sup>7</sup>	0,17 %
Espagne	1,93 % <sup>8</sup>	1,09 %
Italie	2,71 % <sup>9</sup>	2,05 %

Tableau 2: Taux sans risque. Déviations nationales de la Communication de la Commission. Les données valables pour 2024 bien que de telles déviations approuvées ont également eu lieu en 2022 et 2023.

Relever le taux sans risque résulterait par ailleurs à un niveau du WACC mieux aligné avec ceux observés à l'étranger, comme le montre la comparaison internationale suivante.

## 2.2. Comparaison internationale

Avec un WACC nominal avant impôts de 4,89 %, le Luxembourg se placerait à la 3<sup>ème</sup> position dans le classement ascendant des taux appliqués en Europe. Le Luxembourg resterait ainsi 25 % en-dessous de la moyenne européenne (6,55 %) et significativement derrière la France et la Belgique.

<sup>4</sup> Un taux de risque de 2,5 % correspond à la moyenne observée sur la période 2022 - 2025.

<sup>5</sup> ARCEP, Décision n° 2023-2318, p. 9. [https://www.arcep.fr/uploads/bx\\_gsavis/23-2318.pdf](https://www.arcep.fr/uploads/bx_gsavis/23-2318.pdf).

<sup>6</sup> Comme les WACC déterminés par les pays recensés dans le tableau 4, les données BEREC sont issues du rapport BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice de 2023. [https://www.berec.europa.eu/system/files/2023-06/BoR%20%2823%29%2090%20BEREC\\_WACC%20parameters%20Report%202023.pdf](https://www.berec.europa.eu/system/files/2023-06/BoR%20%2823%29%2090%20BEREC_WACC%20parameters%20Report%202023.pdf)

<sup>7</sup> BNetzAg Beschluss BK3a-23/005, p. 41. [https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1\\_GZ/BK3-GZ/2023/BK3-23-0005/BK3-23-0005\\_Beschluss\\_Download\\_bf.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1_GZ/BK3-GZ/2023/BK3-23-0005/BK3-23-0005_Beschluss_Download_bf.pdf?__blob=publicationFile&v=2)

<sup>8</sup> CNMC, Resolución WACC/DTSA/002/24, p. 15. <https://www.cnmc.es/sites/default/files/5713019.pdf>. Le régulateur espagnol a appliqué une moyenne pondérée entre les coupons émis pendant les 5 dernières années (3/4) et des coupons émis pendant 4 mois débutant après la période des 5 ans (1/4).

<sup>9</sup> Commentaires de la Commission sur la décision 114/24/CONS de l'AGCOM, p. 17. L'approche de l'Italie diffère en ce qu'elle a considéré les taux de rendements réels (ajusté de l'inflation).

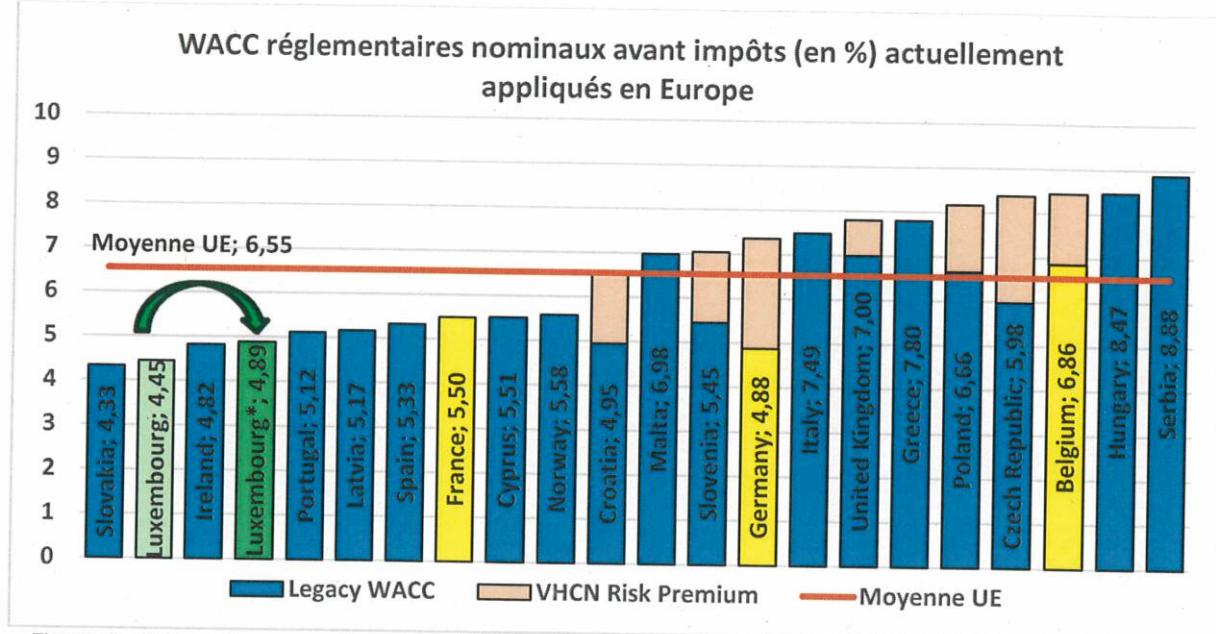


Figure 1: Comparaison européenne des WACC réglementaires. Classement par WACC total comprenant le cas échéant une prime de risque. Source: Cullen, consulté le 14/11/2025. Moyenne UE = moyenne arithmétique des WACC des pays européens.

Un autre élément de comparaison internationale est fourni par les WACC appliqués par les opérateurs alternatifs ayant une filiale au Luxembourg :

Opérateur	WACC	Ecart en % par rapport au WACC de 4,89 %
Proximus	5,31 % <sup>10</sup>	9 %
Telenet pour Eltrona	6,90 % <sup>11</sup>	41 %
Orange BE pour la filiale luxembourgeoise	7,27 % <sup>12</sup>	49 %

Tableau 3: WACC utilisés par les opérateurs internationaux actifs au Luxembourg.

Il ressort de ce tableau que les opérateurs alternatifs actifs sur le marché luxembourgeois estiment que leur capital investi est à rémunérer de manière plus importante que ce que le WACC réglementaire proposé ne le permettrait à POST.

Lors de la consultation publique de 2021, POST avait avancé une comparaison similaire à celle ci-dessus. La position de l'ILR à l'époque était qu'une modification du WACC ne saurait être justifiée sur base d'un tel comparatif, car les taux issus des rapports annuels porteraient sur l'intégralité des activités des filiales luxembourgeoises, incluant donc le mobile et l'IPTV.

Or, POST se permet d'attirer l'attention sur le fait que ces WACC, dont la moyenne se situe à 6,5 %, sont pertinents et devraient être considérés dans la présente révision du taux de rémunération du capital.

En effet, il n'existe, à première vue, pas de différence significative entre les WACC fixe et mobile. Les dernières données disponibles montrent effectivement que les deux sont identiques ou à tout le moins très proches :

<sup>10</sup> Proximus, Rapport annuel intégré 2024, p. 313. Hors prime de risque considérée par Proximus. Pour son segment « International », Proximus considère un WACC de 10,79 % pour 2024. [https://www.proximus-cdn.com/dam/jcr:f8c8fd01-06e7-48e8-9819-b6bdbcef422c/proximus-rapport-annuel-integre-2024-v1.1\\_fr.pdf](https://www.proximus-cdn.com/dam/jcr:f8c8fd01-06e7-48e8-9819-b6bdbcef422c/proximus-rapport-annuel-integre-2024-v1.1_fr.pdf)

<sup>11</sup> Telenet, Financial Report 2024, p. 103

<sup>12</sup> Orange Belgium, Rapport annuel 2024, , p. 213.

(en %)	WACC Fixe (VHCN)	WACC mobile	Moyenne arithmétique
<b>Belgium</b>	8,45	7,98	8,22
<b>Denmark</b>	6,56	6,89	6,73
<b>Finland</b>	7,60	7,00	7,30
<b>Greece</b>	8,48	9,33	8,91
<b>Ireland</b>	5,07	5,16	5,12
<b>Norvège</b>	5,31	5,31	5,31
<b>UK</b>	7,80	7,80	7,80

Tableau 4: Comparaison WACC réglementaires fixes et mobiles en Europe tels que rapportés par Cullen. Source: Cullen, consultée le 17/11/2025.

Par ailleurs, une analyse du rapport annuel d'Orange Belgium semble donner plus de poids à l'activité fixe que mobile<sup>13</sup>.

Il ressort dès lors des éléments ci-dessus que la différence entre le WACC fixe et mobile est soit peu significative, soit en faveur du WACC fixe. Sur base de ces éléments, POST se permet de demander à l'ILR de bien vouloir revoir à la hausse le taux de rémunération du capital afin de se rapprocher de l'appréciation des acteurs du marché.

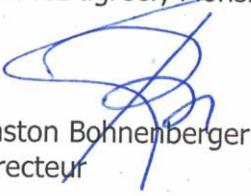
### 3. Remarques finales et propositions

POST apprécie le travail d'envergure réalisé par l'ILR et le remercie de bien vouloir prendre en considération ses commentaires sur la fixation du coût moyen pondéré du capital pour les produits et services régulés.

Compte tenu des éléments qui précèdent, POST propose de rehausser **le taux sans risque** d'au minimum un point, pour le faire passer **entre 2,5 % et 3,3 %** contre 1,5 % actuellement prévu par l'ILR. Cela aboutirait à un **WACC nominal avant impôts compris entre 6,06 % et 7 %**.

Nos équipes se tiennent à la disposition des vôtres pour toute question complémentaire.

Veuillez agréer, Monsieur le Directeur, l'expression de mes salutations les plus distinguées.



Gaston Bohnenberger  
Directeur

<sup>13</sup> En effet, Orange Belgium indique dans son rapport annuel 2024 (p. 216) un WACC pour évaluer ses infrastructures passives mobiles de 3,244 %, significativement en-dessous des 7,27 % utilisés pour l'entièreté de son activité luxembourgeoise.

**CP/T25/4 – Consultation publique nationale concernant le projet de règlement 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.**

---

**Coordinnées de la société**

PROXIMUS Luxembourg S.A.  
18, rue du Puits Romain, L-8070 BERTRANGE

**Contact**

Myriam BRUNEL, Directeur Legal et Régulatoire  
Tél : 691 777 221. E-mail : [myriam.brunel@proximus.lu](mailto:myriam.brunel@proximus.lu)

**Réponse adressée à**

[telecom@ilr.lu](mailto:telecom@ilr.lu)  
Copies à luc.tapella@ilr.lu et tom.meyers@ilr.lu

---

**1. Observations préliminaires**

Cette contribution présente les principales observations de PROXIMUS Luxembourg sur la fixation du CMPC telle que proposée dans la consultation publique nationale CP/T25/4 susmentionnée.

**a)** Dans celle concernant les plafonds tarifaires pour la fourniture en gros d'accès local en fibre optique en position déterminée 2026-2030 (CP/T25/6), l'Institut indique vouloir appliquer, « sur base des comparaisons internationales et compte tenu des circonstances nationales, une prime de risque spécifique au déploiement d'un réseau fixe d'1% qui est ajoutée au WACC en termes réels pour le calcul des coûts dans le modèle ». Ceci représenterait une hausse du plus d'un tiers du CMPC proposé ici. Nous nous sommes d'avis qu'une telle mesure aurait dû être discutée également ici. Mais nous y répondrons dans le cadre choisi par l'Institut.

**b)** Pour revenir à la présente consultation CP/T25/4, comme vous l'indiquez, l'Institut :

- Continue d'appliquer la méthodologie détaillée dans la Communication de la Commission,
- Utilise en cohérence les données fournies à cette fin par l'ORECE, plus précisément celles de son rapport 2025 sur les paramètres du CMPC.

La Commission insiste sur l'application de sa Communication lors de l'évaluation des CMPC présentés par les ARN. Cela a naturellement une influence significative sur leurs décisions. Nous rappelons néanmoins que cette Communication n'est pas contraignante.

PROXIMUS Luxembourg n'a pas ici de réserve fondamentale sur l'approche choisie par la Commission et son application par l'ILR - sauf sur un point en particulier. Il s'agit de la détermination de la prime de marché pour laquelle une interprétation littérale des souhaits de la Commission entre en flagrante contradiction avec certains des quatre principes de régulation fondamentaux à la base de sa Communication. Ceux-ci sont pour rappel :

- **Cohérence** de la méthodologie ;
- Prévisibilité de la régulation ;
- Promotion des investissements efficaces ; et
- **Transparence** de la méthode utilisée pour estimer un retour sur investissements raisonnable.

## 1. Sur le taux sans risque (RFR)

Dans l'approche du MEDAF<sup>1</sup> retenue par la Commission, la prise en compte du risque pays est simplifiée par la considération du « taux sans risque » national au lieu de celui du marché de référence retenu (UE ou Europe en général) mais alors avec une prime de risque pays ajoutée à celle du marché. Dans le cas du Luxembourg, cela n'a aucun impact, cette prime de risque pays étant nulle ou quasi-nulle. Les obligations de l'Etat, par ailleurs actionnaire à 100% de POST Luxembourg, l'opérateur ici identifié comme puissant sur les marchés pertinents, sont notées AAA par toutes les agences de notations crédit.

Si la maturité de 10 ans considérée pour de telles obligations a rarement fait débat, celle du lissage de leurs rendements a pu donner lieu auparavant à de vastes écarts entre ARN, comme le notait le Document de travail (SWD) des services de la Commission accompagnant sa Communication en 2019 : des approches allant de la retenue du dernier taux spot à des moyennes sur 10 ans.<sup>2</sup> Le compromis d'une moyenne sur 5 ans nous paraît satisfaisant, d'autant que cela correspond ici à la durée de validité du CMPC régulé et des périodes tarifaires.

Cela étant, au vu de la figure présentée à la page 8 de la présente consultation, de valeurs plus récentes aussi, il peut être estimé qu'il y a un avant et un après 2022 et que, par conséquent, la moyenne obtenue de 1,5% est « trop basse ». En dehors du fait que personne ne peut savoir ce que l'avenir nous réserve en la matière, nous répondons à cela les remarques suivantes.

**a) Par construction, tant que la fenêtre de lissage ne change pas, l'opérateur régulé sera justement récompensé**, avec un décalage temporel indéterminé certes, mais au plus de 5 ans.

---

<sup>1</sup> Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (CAPM en anglais).

<sup>2</sup> Cf. SWD p. 28, tableau 4.

- Au vu des résultats financiers 2024 de POST Luxembourg,<sup>3</sup> de sa dette financière surtout, quasi nulle (7 M€), il peut être considéré que cet éventuel désagrément est parfaitement gérable.
- Si cet opérateur devait s'estimer aujourd'hui lésé, sans n'en avoir évidemment aucune preuve, ce serait tôt ou tard le tour ensuite de ses clients de gros, et ainsi de suite- à nouveau tant que l'approche reste inchangée. Une différence est que ces acteurs-là n'ont sans doute pas les mêmes ressources, capacités et appuis que l'opérateur régulé.

**b)** Ce que le Document de travail mentionné n'évoque pas est le fait que certaines ARN (et non des moindres) pouvaient aussi, entre deux déterminations du CMPC, changer significativement d'approche sur cette question du lissage des rendements : parce qu'il y avait des circonstances jugées alors exceptionnelles (comme le seraient aujourd'hui par exemple celles de 2022), parce que le résultat, RFR ou CMPC, était jugé « trop bas » ou « trop haut » (par rapport à des niveaux « usuels », sinon récents, c'était selon). L'harmonisation encouragée par la CE a ici pour mérite de dissuader la poursuite de telles pratiques. Cependant, elle n'empêche pas l'arbitraire de possiblement revenir, au travers de « compensations » immiscées ailleurs ...

## 2. Sur la prime de marché (ERP)

Cette prime de marché est celle du marché de référence évoquée à la section précédente. Celui-ci représente les investisseurs qui négocient régulièrement des actions, et vis-à-vis desquels le MEDAF est finalement modélisé. Pour les firmes cotées en bourse, ces investisseurs sont typiquement des fonds d'investissements actifs dans leurs flottants, a contrario de partenaires stratégiques tels que l'Etat. Afin de réduire cette prime de risque de marché justement, leurs portefeuilles sont souvent largement diversifiés à l'échelle du globe, mais ils présentent naturellement des biais régionaux et domestiques.

Pour les opérateurs télécoms européens, les plus petits d'entre eux en tous cas, une représentation du marché de référence limitée à l'Europe (sans donc les Etats-Unis, l'Asie, etc.) reste un compromis de modélisation acceptable. Mais **il est ensuite absurde de restreindre ce marché financier à l'UE, développer à cette seule fin une « usine à gaz » alors que l'ERP régional idoine est directement disponible auprès de DMS**, la même source utilisée par l'ORECE pour sa construction d'un ERP UE « inclusif » (mais sans le Royaume Uni, la Suisse, <sup>4</sup> etc.).

- Les investisseurs professionnels n'ont que faire de cette limitation politique. D'ailleurs, il n'existe pas d'indice actions calqué sur le périmètre de l'Union. **L'ORECE n'a d'autre choix que d'utiliser l'indice STOXX Europe TMI pour le calcul de ses Betas.** Pour rappel, Beta est une mesure le degré d'exposition d'une firme au risque systématique (celui du marché de référence). Dans le MEDAF, il est ainsi multiplié à l'ERP.
- La méthodologie d'élaboration d'une prime historique UE, largement à partir de briques de données DMS sur 1900-2024, et sur 20 pages très techniques, est théoriquement correcte. **Mais le large écart entre le résultat obtenu, ERP UE = 5,94% en moyenne arithmétique (MA),**

---

<sup>3</sup> Cf. page 43, par exemple.

<sup>4</sup> Ni le Luxembourg, mais cela se comprend vu la taille de son marché financier.

**et la prime déterminée par DMS, ERP Europe = 4,59%, aussi en MA, laisse songeur lorsqu'on parvient à la trouver (p. 62).<sup>5</sup> La principale raison semble être une simplification du calcul qui laisse pantois : des pondérations encore constantes entre pays des rentabilités nationales,**

- Avec des moyennes sur les 5 dernières années de % Capitalisation (pour les rendements des marchés actions nationaux) et % PIB (pour ceux des obligations nationales),
- Au lieu d'année par année depuis 1900 (ou début des séries disponibles pour le pays) – « pas possible pour des raisons pratiques (contrainte de temps et de données) » (ORECE 2022)<sup>6</sup> Le lecteur peut se faire une idée de l'aberration de pondérations constantes en visualisant par exemple le graphe p. 11 du résumé de DMS 2024.<sup>7</sup>

Par ailleurs, le choix d'une MA plutôt que d'une **moyenne géométrique (MG)** n'est quasiment discutée nulle-part, hormis dans le Document de travail SWD 2019. Le Document indique à ce sujet (§ 5.1.2.4, p. 38) et à la suite d'une analyse multi paramètres qu'aucune approche ne l'emporte sur l'autre au regard des quatre principes de régulations fondamentaux précédemment évoqués, sauf sur la transparence : « the principle of transparency supports the use of the arithmetic average, as this is the method which stakeholders are likely to be more familiar with and is also the easiest and most accessible one, supporting transparency in the WACC estimation for stakeholders. »

Cette affirmation est, disons, quelque peu surprenante, compte tenu des ressources logicielles de tout un chacun aujourd'hui et de « l'usine à gaz » développée pour l'ERP UE. Celle-ci s'avère, en réalité, truffée de MG (et de soustractions géométriques), même pour produire finalement un ERP en MA. Le seul paramètre du CMPC pour laquelle la question du type de moyenne (MG ou MA) se pose est la prime de marché historique. Pour l'ERP, l'écart n'est pas anodin, puisque :

- La **MA est typiquement supérieure d'environ 2% à la MG** pour de gros marchés tels que les Etats-Unis, l'Europe ou le monde.
- DMS, à la source des calculs de l'ORECE, tend à privilégier les « annualized returns », autrement dit les MG.<sup>8</sup>

<sup>5</sup> En 2022, il nous avait déjà semblé étrange que ERP UE (ORECE) = 5,7% soit supérieur à ERP Europe = 4,2% (DMS, valeur alors citée par l'ORCE dans sa note de bas de page 149, à l'avant-dernière de ses 17 pages sur l'ERP), au vu :

- Des ERP (DMS 2022 en AM) et capitalisations des pays exclus : GB (1<sup>ère</sup> capitalisation en Europe) = 4,9% ; Suisse (3<sup>ème</sup>) = 3,9% ; Norvège = 5,5% ; Russie = 9,3% ; soit, hormis la Russie, des valeurs toutes inférieures à ERP UE.
- Et du poids sans doute négligeable des pays ajoutés : capitalisations encore marginales par rapport aux 13 premières, elles-mêmes pondérées par des durées relatives des séries environ 6x plus faibles.

<sup>6</sup> Dans la note 149 susmentionnée, l'ORECE reconnaissait un biais haussier de l'ordre de 0,7% points (sans doute sous-estimé, cf. ci-dessus), évoquait même un « ERP hypothétique (non biaisé) » de 5,0%, pour ensuite l'oublier totalement.

En 2025, l'ORECE affirme simplement : « BEREC's method in this way appears to have an upward bias compared to the estimation followed by DMS for the calculation of a "Europe Index" calculated until 2024. However, the sensitivity analysis run by BEREC shows that the difference is not material (see below section 6.5.) ». Mais la section 6.5 ne répond aucunement à cet écart, encore moins à l'impossibilité pratique pour l'Office d'appliquer des pondérations variables dans le temps.

<sup>7</sup> Graphe dont nous ne sommes pas autorisés à publiquement reproduire ici (faute d'avoir pu en faire la demande). Le lecteur peut également visualiser la profondeur des données DMS par pays dans le graphe p. 8 du résumé 2023.

<sup>8</sup> Nous rappelons enfin que, en tant que spread, l'ERP n'est pas affecté par l'inflation ou la monnaie considérée.

### 3. Sur les paramètres spécifiques

L'ILR observe que « 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 » et que « il n'est pas évident de trouver une entreprise similaire au niveau européen, vu son actionnariat (100%) étatique, qui pourrait servir de base pour établir les paramètres spécifiques. »

A cette observation, nous ne formulons que les remarques suivantes.

- La modélisation suppose un opérateur raisonnablement efficient. A ce titre, il serait évidemment hors de question d'ajouter une quelconque prime de liquidité parce que l'opérateur réel n'est pas coté en bourse.
- De façon similaire, l'endettement quasi nul de l'opérateur réel ne saurait être pris en compte pour le gearing de l'opérateur modélisé. Au passage, cette situation de POST Luxembourg, qui n'est ni une startup ni une PME familiale, pourrait laisser à penser que le coût de ses fonds propres n'est pas plus élevé que son coût de la dette.
- L'écart de BT de l'échantillon de comparables, du fait sans doute de sa nationalité, ne nous paraît pas justifié. Mais ceci est relativement secondaire.