



INSTITUT LUXEMBOURGEOIS
DE REGULATION

2016

Réponse aux contributions soumises

à la consultation publique nationale du 15 mars 2016 au 15
avril 2016 concernant la fixation du coût moyen pondéré du
capital pour les produits et services régulés d'un opérateur
identifié comme puissant sur un marché pertinent

Version publique

Luxembourg, le 2 mai 2016



1	Introduction	2
2	Modifications apportées	3
2.1	Equity risk premium	3
2.2	Tableau 5-1	3
3	Contribution de Post	4
3.1	Méthodologie utilisée pour la détermination de l'« Equity Risk Premium »	4
3.2	WACC utilisé dans l'outil ERT	4
4	Contribution d'Orange	5
4.1	Sélection des comparateurs	5
4.2	Différentiation WACC mobile et WACC fixe	5
4.3	NGA risk premium	6
4.4	Equity Beta	6
5	Contribution de Join	7
5.1	Absence de considération de la spécificité d'un MVNO	7
5.2	Différentiation WACC mobile et WACC fixe	7
5.3	Détermination du beta	7

1 Introduction

- (1) L'Institut a mis en consultation publique nationale du 15 mars au 15 avril 2016 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. La présente prise de position de l'Institut traite les différents points soulevés par les opérateurs dans leur contribution respective et détaille les modifications apportées au projet de règlement.

2 Modifications apportées

2.1 Equity risk premium

- (2) Comme soulevé par Post, la prime de risque du marché (« equity risk premium ») a baissé significativement depuis 2014. Pour la détermination de la prime de risque du marché, l'Institut s'est basé sur l'étude de Dimson, Marsh et Staunton, selon laquelle la prime de risque du marché s'élèverait à 4.5%. Toutefois, l'Institut reconnaît que d'autres sources, notamment l'étude de Fernandez et al., pourraient suggérer l'utilisation d'une valeur supérieure. Pour cette raison, l'Institut augmentera la prime de risque du marché à 4.8% ce qui implique également une augmentation du WACC résultant.
- (3) Ainsi, le coût moyen pondéré du capital en termes nominaux avant impôts (WACC) pour les produits et services régulés sur le marché pertinent des communications électroniques mobiles et fixes s'élèvera à 7.10%. Pour les éléments de réseau fixe de nouvelle génération (NGA), le coût moyen pondéré du capital en termes réels avant impôts incluant une prime de risque s'élèvera désormais à 7.60%.
- (4) Le projet de règlement ainsi que le document de motivation seront adaptés en conséquence.

2.2 Tableau 5-1

- (5) Une erreur de frappe s'est glissée dans le tableau 5-1 à la page 9 du document de motivation. En effet, le levier financier (« gearing ») n'a pas été déterminé sur la base du beta fonds propres moyen (« equity beta ») observés auprès des comparateurs, mais sur la base du levier financier moyen observés auprès des comparateurs.

3 Contribution de Post

3.1 Méthodologie utilisée pour la détermination de l'« Equity Risk Premium »

- (6) Post soulève dans sa contribution la forte diminution de l'« equity risk premium » déterminée dans le présent contexte comparée à celle déterminée en 2014. L'opérateur se demande notamment pourquoi l'Institut s'est uniquement basé sur l'étude Dimson, Marsh and Staunton, alors qu'en 2014, d'autres sources, comme par exemple l'étude de Fernandez et al., ont également été prises en considération.
- (7) L'Institut est conscient de la baisse significative de la prime de risque du marché depuis 2014 et reconnaît que d'autres sources, notamment l'étude de Fernandez et al., pourraient suggérer l'utilisation d'une valeur supérieure. Pour cette raison, l'Institut augmentera la prime de risque du marché à 4.8%.

3.2 WACC utilisé dans l'outil ERT

- (8) Dans le cadre de sa contribution, Post demande l'alignement du WACC utilisé dans l'outil de reproductibilité économique avec celui que l'Institut vient de déterminer dans le présent contexte.
- (9) L'Institut est de l'avis que ce point soit hors cadre de la présente consultation publique nationale et propose d'y revenir dans le cadre d'une éventuelle actualisation de l'outil de la reproductibilité économique.

4 Contribution d'Orange

4.1 Sélection des comparateurs

- (10) Orange exprime ses doutes par rapport à la pertinence des comparateurs sur lesquels l'Institut se base pour la détermination du levier financier et du beta. Plus précisément, l'opérateur met en cause l'inclusion dans le groupe des comparateurs de Mobistar et de British Telecom alors que ces derniers ne soient actifs que sur un marché précis, le marché mobile pour le premier et le marché fixe pour le second, alors que le WACC déterminé par l'Institut s'applique à ces deux marchés.
- (11) L'Institut a sélectionné les comparateurs en considérant des entreprises actives dans le secteur des télécommunications, qui sont cotées en bourse et qui opèrent dans des conditions de marché similaires à celles prévalant au Luxembourg. En plus, les comparateurs devraient faire face à un cadre réglementaire similaire à celui en vigueur au Luxembourg. Compte tenu des critères énumérés ci-avant, l'Institut est d'avis qu'il est justifié d'inclure Mobistar et British Telecom dans le groupe des comparateurs.
- (12) Le fait que ces deux opérateurs ne soient actifs que dans un des deux marchés, soit l'un dans le marché mobile et l'autre dans le marché fixe, n'a pas d'incidence sur la valeur du levier financier et du beta, comme le montre l'analyse effectuée à la page 10 de l'annexe A¹. En effet, cette analyse dissocie les différentes activités des comparateurs et estime la valeur du beta séparément pour chacune des activités d'un comparateur. Cette analyse est venue à la conclusion qu'il n'y a pas de différence significative entre les différentes valeurs du beta.

4.2 Différentiation WACC mobile et WACC fixe

- (13) Selon Orange, le risque lié aux investissements dans les réseaux mobiles est actuellement plus élevé que celui lié aux investissements dans les réseaux fixes. Ceci serait dû notamment au cadre réglementaire (e.g. Roaming, MTR) et aux évolutions technologiques qui impactent le marché mobile. D'autre part, selon Orange, le Luxembourg serait bien en avance en ce qui concerne le déploiement de la fibre optique, ce qui impliquerait un risque d'investissement moindre.
- (14) L'Institut comprend qu'Orange est davantage active sur le marché mobile que dans le fixe et que de ce fait l'opérateur souhaiterait un WACC supérieur pour les activités mobiles. Toutefois, l'Institut tient à rappeler qu'il détermine le WACC à des fins réglementaires et non pas pour un opérateur en particulier. Vu que la majorité des opérateurs actifs sur le marché mobile sont également actifs sur le marché fixe, et vu les analyses effectuées au sujet d'une éventuelle différence significative du beta d'un opérateur fixe ou mobile (telle que mentionnées ci-avant), l'Institut est de l'avis qu'il est justifié de fixer un WACC commun pour les activités mobiles et fixes.

¹ "Explanatory note, Regulatory Cost of Capital for the fixed and the mobile network activities", 2016

4.3 NGA risk premium

- (15) Orange s'exprime contre l'inclusion d'une prime de risque NGA dans le WACC, étant donné que l'opérateur historique a commencé le déploiement de la fibre optique et que la demande pour ces produits surgira certainement, vu le remplacement graduel du cuivre par la fibre.
- (16) L'Institut est de l'avis que la considération de la prime de risque NGA est toujours justifiée, étant donné que la demande actuelle des services NGA reste significativement inférieure à celles des services en cuivre et ceci tant au niveau du marché de gros qu'au niveau du marché de détail. En plus, l'Institut souhaite inciter l'opérateur historique à continuer ses investissements dans les réseaux de nouvelle génération.

4.4 Equity Beta

- (17) Orange met également en doute le calcul de l'equity Beta qui selon l'opérateur « ne repose pas sur une base solide », étant donné que l'Institut n'a basé la détermination de ce paramètre que sur des opérateurs étrangers cotés à la bourse et non pas sur les opérateurs luxembourgeois.
- (18) L'Institut regrette qu'Orange n'ait pas motivé davantage son argument. Il est en conséquence difficile pour l'Institut de comprendre la problématique y liée. Toutefois, l'Institut souhaite attirer l'attention d'Orange sur le fait qu'aucun opérateur actif sur le marché luxembourgeois n'est coté à la bourse. En conséquence, les informations nécessaires à la détermination du beta ne sont pas disponibles.

5 Contribution de Join

5.1 Absence de considération de la spécificité d'un MVNO

- (19) Dans le cadre de sa contribution, Join exprime son désaccord par rapport au fait que l'Institut ait déterminé un WACC unique pour tous les opérateurs sans prendre en compte les spécificités d'un MVNO.
- (20) L'Institut tient à rappeler qu'il détermine le WACC à des fins réglementaires pour le marché luxembourgeois et non pas pour un opérateur en particulier. L'Institut regrette également que Join n'ait pas spécifié dans quelle mesure un MVNO aurait un risque d'investissement supérieur aux autres opérateurs actifs sur le marché luxembourgeois. En revanche, l'Institut est de l'avis que le risque d'investissement ne soit pas supérieur pour un MVNO, étant donné que ses investissements en capital sont moindres que pour un opérateur, qui possède son propre réseau.

5.2 Différentiation WACC mobile et WACC fixe

- (21) Selon Join, qui est principalement actif sur le marché de télécommunications mobile, le profil de risque d'un opérateur mobile est en principe supérieur à celui d'un opérateur fixe. Selon le graphique présenté dans leur contribution, le WACC pour les activités mobiles devraient être 20% plus élevé que celui relatif aux activités fixes.
- (22) Il est vrai qu'historiquement les activités de télécommunications mobiles étaient considérées comme plus risquées que les activités de télécommunications fixes. Toutefois, comme indiqué au chapitre 3 du document de motivation relatif à la détermination du WACC¹, il peut être observé que les valeurs du WACC relatif aux activités mobiles et fixes ont convergé ces dernières années. C'est également la raison pour laquelle le graphique présenté dans la contribution de Join, qui date d'une présentation de 2007², n'a plus de pertinence. De plus, lors de la détermination de WACC, l'Institut a analysé s'il existe toujours une différence significative en termes de beta et prime de dette entre le marché mobile et le marché fixe³ et est venu à la conclusion que ceci n'est pas le cas.

5.3 Détermination du beta

- (23) Dans sa contribution, Join exprime son désaccord à l'égard du niveau du beta, qui devrait être, selon eux, supérieur à 1 (et donc supérieur au niveau du marché en général). L'Institut tient à rappeler qu'il détermine le WACC à des fins réglementaires pour le marché luxembourgeois et non pas pour un opérateur en particulier.
- (24) L'objectif de la régulation étant de mettre en place une situation de concurrence sur le marché afin de procurer des avantages aux consommateurs, il est essentiel de déterminer des plafonds

² <http://www.slideshare.net/pklune/cost-of-capital-in-the-telco-industry>

³ Pour les détails de cette analyse veuillez-vous référer aux pages 11 et 15 du document de motivation.

tarifaires qui s'élèvent à un niveau proche de celui attendu sur un marché effectivement concurrentiel. La rémunération du capital incluse dans les plafonds tarifaires devra donc en conséquence également être équivalente à celle attendue sur un marché concurrentiel. En estimant le beta sur la base des betas observés parmi les comparateurs, l'Institut considère avoir appliqué ce principe.