



Institut belge des services postaux  
et des télécommunications

**Décision du Conseil de l'IBPT  
du 19 novembre 2024  
concernant  
la valorisation des actifs apportés à Wyre par Fluvius**

Version non-confidentielle

## TABLE DES MATIÈRES

1. Contexte .....	3
2. Cadre légal et procédure .....	4
3. Valorisation des actifs apportés par Fluvius.....	5
3.1. Valorisation par les deux parties .....	5
3.2. Étude comparative avec d'autres transactions dans le secteur des communications électroniques .....	5
3.3. Décision de la Commission européenne .....	7
3.4. Analyse de sensibilité concernant les actifs restants .....	9
4. Décision .....	10
5. Voies de recours .....	11
6. Signatures .....	12

## 1. Contexte

1. Le 19 juillet 2022, Fluvius System Operator CV<sup>1</sup> (ci-après : « Fluvius ») et Telenet SA<sup>2</sup> (ci-après : « Telenet ») ont annoncé une coopération sous la forme d'une entreprise conjointe (« *joint venture* ») dénommée Wyre<sup>3</sup>. Celle-ci a été approuvée par la Commission européenne le 30 mai 2023.
2. Wyre regroupe les infrastructures de télécommunications fixes (c'est-à-dire les réseaux câblé et de fibre optique existants) de Fluvius et Telenet et vise également à équiper 78 % de Bruxelles et de la Flandre en fibre optique<sup>5</sup>.
3. Au moment de sa création, Fluvius et Telenet ont apporté des actifs à Wyre, dont la valorisation a été convenue d'un commun accord. Cette valorisation sert de base à la distribution des actions de Wyre aux deux parties fondatrices.
4. Fluvius est, en Flandre, un opérateur de services d'utilité publique tels que notamment la distribution réglementée d'électricité et de gaz, l'éclairage public, le système d'égouts, le réseau de chaleur et la gestion des données associées. Sur la base de l'article 4.1.1 du décret portant les dispositions générales en matière de la politique de l'énergie<sup>6</sup>, Fluvius (plus particulièrement, les actionnaires de Fluvius) a ainsi été désignée par la VREG comme gestionnaire du réseau de distribution d'électricité et de gaz naturel<sup>7</sup>. Cela lui confère des « droits spéciaux » en ce qui concerne cette activité économique.
5. Dans la présente décision, l'IBPT aborde la question de savoir si les actifs apportés par Fluvius à Wyre ont été valorisés aux conditions du marché afin d'éviter le risque de subventions croisées illicites.
6. La présente décision s'adresse à Fluvius.

---

<sup>1</sup> Spécifiquement par Fluvius System Operator, Brusselsesteenweg 199, 9090 Melle.

<sup>2</sup> Telenet SA, Liersesteenweg 4, 2800 Malines.

<sup>3</sup> Wyre BV, Liersesteenweg 4, 2800 Malines

<sup>4</sup> Dans les premières étapes du processus, la dénomination utilisée était « Netco ». Pour des raisons de simplicité, Wyre est utilisé de manière cohérente dans l'ensemble du présent document.

<sup>5</sup> <https://press.telenet.be/la-toute-nouvelle-societe-dinfra-structure-wyre-demarre-linstallation-du-reseau-du-futur>

<sup>6</sup> Décret du 8 mai 2009 portant les dispositions générales en matière de la politique de l'énergie, *M.B.* 7 juillet 2009, 46145.

<sup>7</sup> Voir <https://www.vreg.be/nl/aanwijzing-netbeheerders>.

## 2. Cadre légal et procédure

7. Conformément à l'article 14, § 1er, 3<sup>o</sup>, de la loi du 17 janvier 2003 relative au statut du régulateur des secteurs des postes et des télécommunications belges<sup>8</sup>, l'IBPT veille au respect de la loi du 13 juin 2005 relative aux communications électroniques<sup>9</sup> (ci-après la « LCE »).
8. L'article 66, § 2, de la LCE dispose que :  
*« [...] Les transferts de ressources, y compris les transferts de capital et d'équipement des activités soumises à des droits exclusifs ou spéciaux vers les activités en matière de réseaux publics de communications électroniques ou de services de communications électroniques accessibles au public, se font sur la base des conditions du marché. »*
9. Dans le contexte de la présente décision, l'IBPT a adressé plusieurs lettres et demandes de données à Fluvius et Telenet :
  - 9.1. Lettres adressées à Fluvius les 9 décembre 2022, 17 mars 2023 et 4 juillet 2023, auxquelles l'IBPT a reçu des réponses les 9 janvier, 30 mars et 18 juillet 2023 ;
  - 9.2. Lettres adressées à Telenet les 17 mars, 8 mai et 31 août 2023, auxquelles l'IBPT a reçu des réponses les 30 mars 2023, 5 juin 2023, 28 septembre 2023, 5 octobre 2023, 19 janvier 2024 (slides) et 13 février 2024.
10. En outre, l'IBPT a également tenu des réunions avec la VREG et a échangé des informations avec elle à cet égard.
11. Le projet de décision a été soumis à Fluvius et Telenet pour consultation du 2 au 30 août 2024.
  - 11.1. Dans sa réaction du 27 août 2024, Fluvius a proposé de reformuler un passage du projet de décision et a identifié certains passages à considérer comme confidentiels dans la version publique de la décision. Le projet de décision a été adapté en ce sens.
  - 11.2. Dans sa réaction du 30 août 2024, Telenet indique soutenir la conclusion de l'IBPT.
12. Le projet de décision a été soumis aux régulateurs des médias le 10 octobre 2024.
13. Les régulateurs média n'ont pas formulé de commentaires<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Loi du 17 janvier 2003 relative au statut du régulateur des secteurs des postes et des télécommunications belges, M.B. 24 janvier 2003, 2591.

<sup>9</sup> Loi du 13 juin 2005 relative aux communications électroniques, M.B. 20 juin 2005, 28070.

<sup>10</sup> Réponse du VRM du 21 octobre 2024, réponse du CSA du 23 octobre 2024 et réponse du Medienrat du 24 octobre 2024.

### 3. Valorisation des actifs apportés par Fluvius

14. Les négociations entre Fluvius et Telenet ont abouti à un accord sur la valorisation des actifs que chaque partie apporte, *[confidentiel]*.
15. Parmi les actifs apportés par Fluvius, on distingue le **réseau coaxial** (précédemment loué à Telenet par le biais d'un bail emphytéotique, « erfpacht »), **d'une part**, et « **les actifs restants** », **d'autre part**.
16. L'apport total de Fluvius a été valorisé à 1,010 milliard d'euros, Fluvius obtenant finalement 33,2 % des actions de Wyre<sup>11</sup>.

#### 3.1. Valorisation par les deux parties

17. L'IBPT constate que les deux parties ont été assistées par un conseiller externe en fusions et acquisitions pour déterminer les valorisations de manière indépendante, *[confidentiel]*.
18. À titre indicatif, l'IBPT note que *[confidentiel]*, ce qu'il considère comme une première indication que la valorisation correspond à la valeur de marché des actifs en question.
19. En particulier, il ne fait aucun doute que le réseau coaxial représente la grande majorité de la valeur apportée par Fluvius. Le réseau coaxial que Fluvius a apporté à Wyre couvre environ un tiers de la Flandre et est déjà exploité par Telenet sur la base d'un bail emphytéotique conclu en 2008. La valorisation de la partie du réseau coaxial de Fluvius est liée à ce bail emphytéotique. Les informations reçues montrent que *[confidentiel]*.

#### 3.2. Étude comparative avec d'autres transactions dans le secteur des communications électroniques

20. Afin d'évaluer la valorisation globale de ces actifs, l'IBPT a effectué une comparaison avec d'autres transactions similaires, en se basant sur une étude comparative des fusions et acquisitions au niveau mondial d'Analysys Mason<sup>12</sup>.
21. Afin d'accroître la comparabilité, cette étude a été limitée aux seules transactions impliquant un réseau HFC<sup>13</sup> et aux seuls pays européens. Cette sélection se traduit par 6 points de comparaison (Fluvius inclus).

---

<sup>11</sup> Fluvius Economische Groep, geconsolideerde jaarrekening IFRS, jaareinde 31 december 2023, p. 50.

<sup>12</sup> Analysys Mason, FTTP valuation tracker 1H 2024, juillet 2024.

<sup>13</sup> Il y a peu de transactions impliquant des réseaux HFC dans l'étude comparative. En revanche, il y a beaucoup plus de fusions et d'acquisitions d'entreprises de fibre en gros uniquement. Toutefois, ces transactions ne sont pas comparables aux transactions HFC, car la plupart des opérateurs FTTH étaient encore en pleine phase de déploiement au moment de la transaction (ce qui se traduit par une valeur particulièrement élevée par connexion existante effective). Comme ces entreprises n'ont généralement pas ou peu de clientèle active, la valeur commerciale est plus faible et le risque est plus élevé, ce qui affecte également la valeur de marché.

22. Les transactions sélectionnées ont été comparées sur la base de deux indicateurs : (i) la valeur d'entreprise (EV ou Enterprise Value) par raccordement et (ii) la valeur d'entreprise par ligne active.
23. Pour la partie du réseau apportée par Fluvius, cela représente des montants estimés respectivement à *[confidentiel]*.<sup>14 15</sup>
24. Certaines transactions sélectionnées comprennent des activités de gros et de détail. D'autres incluent uniquement des activités de gros. La valorisation attendue est, *ceteris paribus*, plus faible pour les entreprises spécialisées dans la vente en gros uniquement.
25. Le tableau suivant synthétise les résultats :

Nom	Type d'activité	Pays	Montant total en millions d'euros	EV / raccordement	EV / ligne active
TeleColumbus	Wholesale + retail	Allemagne	410	171 €	702 €
PSO	Wholesale	Pologne	781	211 €	558 €
Euskatel	Wholesale + retail	Espagne	1 990	780 €	2 349 €
VOO-Orange	Wholesale + retail	Belgique	1 800	957 €	<i>[confidentiel]</i> <sup>16</sup>
Fluvius	Wholesale	Belgique	1 010	<i>[confidentiel]</i>	<i>[confidentiel]</i>
Virgin Media	Wholesale + retail	Royaume-Uni	20 944	1 396 €	3 952 €

26. Cette étude comparative ne donne pas d'indication de sous-valorisation de la valeur de marché de l'apport total de Fluvius :
  - 26.1. La valorisation est *[confidentiel]* plus élevée par raccordement et *[confidentiel]* par raccordement actif que chez TeleColumbus. Cependant, ce réseau n'est pas le plus comparable car il dessert des zones « TV only ».

<sup>14</sup> En supposant que le rapport entre les lignes actives et les raccordements sur l'empreinte Fluvius est similaire à celui de la zone de Telenet (58 %). Cette estimation est basée sur les données accessibles au public du rapport financier de Telenet pour 2022 (p.12).

<sup>15</sup> L'IBPT compare la valeur transactionnelle totale de l'apport de Fluvius aux valeurs de l'étude comparative. On peut en effet supposer que les transactions de cette étude comparative comprennent aussi d'autres actifs que le seul réseau coaxial.

<sup>16</sup> Sur la base de données confidentielles plus détaillées relatives au nombre de lignes actives, la valeur d'Analysys Mason a été corrigée ici par l'IBPT.

- 26.2. La valorisation par raccordement et par ligne active est *[confidentiel]* supérieure à celle de la transaction en Pologne, qui est la plus comparable dès lors qu'il s'agit également d'une entreprise spécialisée dans la vente en gros uniquement.
- 26.3. De même, par rapport à la transaction d'Euskatel en Espagne, où des parts de détail et de gros avaient été acquises, la valorisation par raccordement est plus élevée.
- 26.4. La valorisation par raccordement dans le cadre de la transaction VOO-Orange est très similaire. Toutefois, le prix par ligne active était plus élevé, bien que cela soit dû i) à la part de marché inférieure à celle observée sur le réseau Wyre et ii) au fait que les activités de vente au détail étaient également comprises dans la vente.
- 26.5. Comparé à Virgin Media, le prix par raccordement est légèrement inférieur. Le prix par ligne active est plus bas que pour Euskatel et Virgin Media. Toutefois, il reste logique que la valorisation pour un acteur de détail et de gros soit plus élevée que pour une entreprise spécialisée dans la vente en gros uniquement.
27. Par souci d'exhaustivité, l'IBPT ajoute que Fluvius apporte ce qui suit (traduction libre):
- [confidentiel]*<sup>17</sup>
28. Comme cela est conforme *[confidentiel]*, cette étude comparative limitée de Fluvius fournit une indication supplémentaire que la valorisation n'est pas inférieure aux conditions normales de marché.
29. La combinaison du fait que *[confidentiel]* et du fait qu'une comparaison avec d'autres transactions HFC ne donne pas d'indication de suspicion de sous-valorisation suffit pour que l'IBPT ne mette pas en doute le prix de transaction final. Cette constatation est suffisante pour conclure que la condition de l'article 66, § 2, LCE est remplie.
30. Comme indiqué ci-dessus, le réseau coaxial représente une part importante de la valeur des actifs apportés par Fluvius à Wyre, de sorte que les conclusions tirées de l'étude comparative pour l'ensemble des actifs peuvent également être appliquées au réseau coaxial lui-même.

### **3.3. Décision de la Commission européenne**

31. Dans cette section, l'IBPT décrit brièvement la décision de la Commission européenne sur la coopération entre Fluvius et Telenet. Dans le cadre de cette décision, la Commission a examiné la possibilité d'une subvention croisée résultant de la relation entre Fluvius et Wyre.
32. Le 18 avril 2023, la Commission européenne a reçu notification d'un projet de concentration dans lequel Liberty Global plc, par l'intermédiaire de sa filiale Telenet SA, et Fluvius System Operator CV souhaitaient créer une entreprise conjointe.

---

<sup>17</sup> Traduction libre : *[confidentiel]*

33. Le 30 mai 2023, la Commission européenne a adopté sa décision d'approbation concernant la coopération entre Telenet et Fluvius<sup>18</sup>.
34. Dans la section 5.2 de la décision d'approbation, la Commission européenne examine certaines préoccupations, notamment celle concernant les avantages potentiels (subventions croisées) pour Wyre qui pourraient découler de l'apport des actifs de Fluvius.
35. En ce qui concerne la valorisation, la Commission européenne mentionne ce qui suit (nous soulignons) :
- « (164) The overall valuation of NetCo amounts to approximately EUR [...]. During pre-notification, and in the context of an investigation by the BCA in the roll-out of fibre networks in Flanders,<sup>168</sup> market participants raised concerns regarding cross-subsidisation due to NetCo's relationship with Fluvius, which would lead to a competitive advantage for NetCo.<sup>169</sup>*
- (165) First, they raise the risk that any benefits obtained by Fluvius as a result of cross-subsidisation may have led to an undervaluation of the assets transferred by Fluvius to NetCo.*
- (166) However, the evidence submitted to the Commission shows that external advisers based their valuation of Fluvius's network on actual market value and independently of Fluvius's cost of building the network.<sup>170</sup> It is therefore unlikely that any alleged benefit that Fluvius would have had in building its network would be passed on to NetCo. »<sup>19</sup>*
36. La Commission européenne décide enfin, dans la section 5.2 de la décision d'approbation, que :
- (189) For the reasons set out above, the Commission considers that these concerns can be dismissed in their entirety. (...)»<sup>20</sup>*
37. La conclusion finale de cette décision d'approbation est la suivante :
- (336) For the above reasons, the European Commission has decided not to oppose the notified operation and to declare it compatible with the internal market and with the EEA*

---

<sup>18</sup> Décision de la Commission européenne du 30 mai 2023, affaire M.10994, Liberty Global/Fluvius/Netco, version publique <https://competition-cases.ec.europa.eu/cases/M.10994>.

<sup>19</sup> Traduction libre : « (164) La valeur totale de NetCo est d'environ [...] EUR. Lors de la pré notification et dans le cadre d'une enquête de l'ABC sur le déploiement de réseaux à fibres optiques en Flandre, les acteurs du marché ont fait part de leurs préoccupations concernant des subventions croisées résultant de la relation entre NetCo et Fluvius, qui conférerait un avantage concurrentiel à NetCo.

(165) Premièrement, ils invoquent le risque que les avantages potentiels obtenus par Fluvius du fait de subventions croisées aient pu conduire à une sous-valorisation des actifs transférés par Fluvius à NetCo.

(166) Les éléments de preuve présentés à la Commission montrent toutefois que les conseillers externes ont fondé leur valorisation du réseau de Fluvius sur la valeur marchande réelle et indépendamment des coûts supportés par Fluvius pour le déploiement du réseau.<sup>170</sup> Il est donc peu probable que l'avantage allégué que Fluvius aurait pu avoir dans le déploiement de son réseau ait été transféré à NetCo. »

<sup>20</sup> Traduction libre : « (189) Pour les raisons exposées ci-dessus, la Commission considère que ces préoccupations peuvent être totalement rejetées. (...) »

*Agreement. This decision is adopted in application of Article 6(1)(b) of the Merger Regulation and Article 57 of the EEA Agreement.<sup>21</sup>*

38. Les conclusions de la Commission européenne selon lesquelles les actifs de Fluvius ont été valorisés à leur valeur marchande confirment les conclusions tirées de l'étude comparative ci-dessus.

### **3.4. Analyse de sensibilité concernant les actifs restants**

39. Cette catégorie d'actifs regroupe sept actifs distincts et plus petits. *[confidentiel]*
40. Par souci d'exhaustivité, l'IBPT a examiné les exercices de valorisation et les hypothèses utilisées par les parties et a soumis certaines hypothèses à une analyse de sensibilité.
41. L'IBPT a accordé une attention particulière à la question de savoir si les clés de répartition actuelles dans les travaux réalisés en synergie entre différents opérateurs (de services d'utilité publique) auraient pu avoir un impact sur la valorisation de ces actifs. Ces clés de répartition répartissent les coûts de déploiement entre les différentes parties lorsqu'elles posent conjointement des câbles et/ou des conduites, conférant ainsi un avantage de synergie à un opérateur de services d'utilité publique qui combine différents domaines, comme Fluvius. L'IBPT conclut que, en raison de la nature des méthodes de valorisation utilisées, ces clés de répartition n'ont pas eu d'impact sur les valorisations obtenues.
42. Même s'il existe des incertitudes sur certaines hypothèses, les analyses de sensibilité effectuées par l'IBPT montrent qu'une éventuelle sous-valorisation de cette partie des actifs ne serait pas d'un ordre de grandeur tel qu'elle aurait un impact significatif sur la valorisation de la contribution totale de Fluvius. Outre les facteurs susceptibles d'accroître la valeur, il existe également des facteurs qui, lorsqu'ils sont réexaminés, peuvent également aller dans l'autre sens.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Traduction libre : « (336) Pour les raisons qui précèdent, la Commission européenne a décidé de ne pas s'opposer à la transaction notifiée et de la déclarer compatible avec le marché intérieur et l'accord sur l'EEE. Cette décision se fonde sur l'article 6, paragraphe 1er, point b), du règlement sur les concentrations et l'article 57 de l'accord sur l'EEE. »

<sup>22</sup> *[confidentiel]*

#### **4. Décision**

43. En application de l'article 66, § 2, de la loi du 13 juin 2005, les transferts de ressources, y compris les transferts de capital et d'équipement des activités soumises à des droits exclusifs ou spéciaux vers les activités en matière de réseaux publics de communications électroniques ou de services de communications électroniques accessibles au public, se font sur la base des conditions du marché.
  
44. Sur la base de l'analyse effectuée par l'IBPT, l'IBPT n'a pas constaté de sous-valorisation manifeste de l'ensemble des actifs que Fluvius apporte à Wyre et conclut que la condition de l'article 66, § 2, de la LCE est remplie.

## 5. Voies de recours

45. Conformément à l'article 2, § 1<sup>er</sup>, de la loi du 17 janvier 2003 concernant les recours et le traitement des litiges à l'occasion de la loi du 17 janvier 2003 relative au statut du régulateur des secteurs des postes et télécommunications belges, vous avez la possibilité d'introduire un recours contre cette décision devant la Cour des marchés, Place Poelaert 1, B-1000 Bruxelles. Les recours sont formés, à peine d'irrecevabilité prononcée d'office, par requête signée, à laquelle est jointe la décision attaquée, et déposée au greffe de la cour d'appel de Bruxelles dans un délai de soixante jours à partir de la notification de la décision ou à défaut de notification, après la publication de la décision ou à défaut de publication, après la prise de connaissance de la décision.
  
46. La requête contient, à peine de nullité, les mentions requises par l'article 2, § 2, de la loi du 17 janvier 2003 concernant les recours et le traitement des litiges à l'occasion de la loi du 17 janvier 2003 relative au statut du régulateur des secteurs des postes et des télécommunications belges. Si la requête contient des éléments que vous considérez comme confidentiels, vous devez l'indiquer de manière explicite et déposer, à peine de nullité, une version non confidentielle de celle-ci. L'Institut publie sur son site Internet la requête notifiée par le greffe de la juridiction. Toute partie intéressée peut intervenir à la cause dans les trente jours qui suivent cette publication.

## 6. Signatures

Bernardo Herman  
Membre du Conseil

Peggy Valcke  
Membre du Conseil

Stefaan Vyverman  
Membre du Conseil

Michel Van Bellinghen  
Président du Conseil