

**Avis n° 2013-024 du 22 octobre 2013
relatif au coût d'immobilisation du capital employé
pour l'établissement des redevances des prestations régulées dans les gares de
voyageurs pour les horaires de service 2014 et 2015**

L'Autorité de régulation des activités ferroviaires (ci-après « l'Autorité »),

Vu la directive 2012/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 novembre 2012, établissant un espace ferroviaire unique européen (refonte des directives 91/440/CE, 95/18/CE et 2001/14/CE) ;

Vu le code des transports ;

Vu le décret n° 83-109 du 18 février 1983 modifié relatif aux statuts de la Société nationale des chemins de fer français ;

Vu le décret n° 2003-194 du 7 mars 2003 modifié relatif à l'utilisation du réseau ferré national ;

Vu le décret n° 2012-70 du 20 janvier 2012 relatif aux gares de voyageurs et aux autres infrastructures de services du réseau ferroviaire ;

Vu l'avis n° 2011-014 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 15 juin 2011 sur le projet de décret relatif aux gares de voyageurs et autres infrastructures de services du réseau ferroviaire ;

Vu l'avis et décision n° 2012-016 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 11 juillet 2012 relatifs au coût d'immobilisation du capital employé pour l'établissement des redevances des prestations régulées dans les gares de voyageurs pour l'horaire de service 2014 ;

Vu la décision n° 2012-023 du 7 novembre 2012 portant approbation des règles de séparation comptable de l'activité de gestion des gares de voyageurs par la SNCF ;

Vu l'avis n° 2012-025 du 14 novembre 2012 relatif au projet de document de référence des gares de voyageurs pour l'horaire de service 2014 ;

Vu l'avis n° 2013-002 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 30 janvier 2013 relatif au document du réseau ferré national pour l'horaire de service 2014 ;

Vu le courrier daté du 13 août 2013 adressé à l'Autorité par le directeur général délégué de RFF ;

Vu le courrier daté du 4 octobre 2013 adressé à l'Autorité par la directrice générale de Gares & Connexions ;

Après en avoir délibéré le 22 octobre 2013,

I. Saisine

I.1 L'article 13-1 du décret n° 2003-194 impose à la SNCF et à RFF, en tant que gestionnaires des gares de voyageurs, de soumettre pour avis à l'Autorité « *les projets de décisions relatives à la fixation du coût d'immobilisation du capital* » préalablement à leur adoption.

I.2 C'est dans ce cadre que l'Autorité a été saisie pour avis sur les décisions

- que Gares & Connexions souhaite adopter sur le coût d'immobilisation du capital à retenir pour le calcul des redevances des prestations régulées en gares de voyageurs, pour les horaires de service 2014 (modification du taux initialement retenu) et 2015 ;
- que RFF souhaite adopter sur le coût d'immobilisation du capital à retenir pour le calcul des redevances des prestations régulées en gares de voyageurs, pour l'horaire de service 2015.

I.3 Le présent avis ne porte pas sur les prestations non régulées offertes en gares. En particulier, il n'a pas pour objet de se prononcer sur la rentabilité à attendre des commerces et locations d'espaces non régulés en gare.

II. Contexte réglementaire

II.1 Aux termes de l'article 13-1 du décret n° 2003-194, les redevances liées aux prestations régulées en gare sont établies annuellement par Gares & Connexions et RFF, chacun pour les biens et services qu'ils gèrent, aux fins de couvrir l'ensemble des charges prévisionnelles correspondant à la réalisation de ces prestations. Elles comprennent :

a) l'ensemble des coûts d'entretien et d'exploitation ;

b) une rémunération de l'utilisation des actifs prenant en compte :

- le financement de la dotation aux amortissements des investissements, y compris les investissements de renouvellement et de mise aux normes, nets des subventions reçues ;
- « *le coût des capitaux engagés correspondant aux charges d'emprunt et frais financiers y afférents et au coût d'immobilisation du capital pour la partie autofinancée, nécessaire au financement pérenne des investissements* ».

II.2 Le périmètre des charges prévisionnelles prises en compte par les gestionnaires de gares pour le calcul des redevances est établi annuellement et correspond à des prévisions de l'année N + 2. De même, le coût des capitaux engagés intervenant dans le calcul des

redevances d'accès en gare est calculé par l'application d'un taux de rémunération à la base des actifs comptables, projetée, nette des subventions d'investissement reçues.

II.3 Les règles de séparation comptable de l'activité de gestion des gares de voyageurs par la SNCF, telles qu'approuvées par l'Autorité dans sa décision n° 2012-023 du 7 novembre 2012, précisent les modalités de calcul du coût d'immobilisation des capitaux propres. Ce coût « s'établit comme la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque spécifique selon la formule suivante :

$$KFP = R0 + \beta \times R \times (1 + (1-TIS) \times Dette / Capitaux propres)^1$$

où

- *KFP est le coût d'immobilisation des capitaux propres après impôts ;*
- *Ro est le taux de rémunération sans risque, pris par exemple sur la base du rendement moyen des obligations de l'Etat français pour des maturités longues les plus pertinentes ;*
- *$\beta \times R$ est la prime de risque spécifique aux activités de Gares & Connexions (hors activités commerciales) tenant compte notamment :*
 - *de la nature des activités régulées de Gares & Connexions en matière ferroviaire et notamment la sensibilité de leurs résultats aux aléas économiques ;*
 - *du modèle économique tarifaire de Gares & Connexions et notamment son horizon temporel ;*
 - *du caractère public de Gares & Connexions et de ses actifs ;*
- *TIS est le taux d'imposition des sociétés. »*

II.4 Ces modalités de calcul sont transposables à RFF, en sa qualité de gestionnaire de quais.

III. Analyse de l'Autorité

III.1 Le coût d'immobilisation des capitaux est un élément fondamental de la régulation du modèle économique des gares de voyageurs en lien avec :

- les autres éléments constitutifs de la tarification des gares de voyageurs qui feront l'objet d'un examen ultérieur de l'Autorité dans le cadre des avis qu'elle émettra sur les documents de référence des gares et sur les documents de référence du réseau ;
- le programme d'investissement des gares ;
- les objectifs de productivité de l'activité gares (prestations régulées).

III.2 La régulation de ce modèle économique doit permettre de trouver un bon arbitrage entre, d'une part, ce qui est demandé aux entreprises ferroviaires et aux collectivités et, d'autre part, le niveau d'investissement souhaitable. Aussi l'Autorité a-t-elle analysé les propositions de Gares & Connexions et de RFF, non du point de vue de l'actionnaire, mais de celui du régulateur soucieux, comme l'y invite l'article L.2131-4 du code des transports, de trouver un équilibre entre :

¹ Le terme $\beta \times (1 + (1-TIS) \times Dette / Capitaux propres)$ est appelé β réendetté

- « l'accès [équitable et non discriminatoire] aux capacités d'infrastructure sur le réseau et aux différentes prestations associées », qui conduit à s'assurer que le taux retenu n'est pas excessif afin de prévenir tout avantage qui pourrait bénéficier à l'opérateur historique ;
- « la cohérence des dispositions économiques, contractuelles et techniques mises en œuvre par les gestionnaires d'infrastructure et les entreprises ferroviaires, avec leurs contraintes économiques, juridiques et techniques » qui conduit à s'assurer que le taux retenu est suffisant pour permettre la réalisation des investissements nécessaires en gare.

III.3 L'Autorité est amenée à rappeler ici l'essentiel des observations qu'elle avait formulées dans son avis et décision n° 2012-016 du 11 juillet 2012 relatifs au coût d'immobilisation du capital employé pour l'établissement des redevances des prestations régulées dans les gares de voyageurs pour l'horaire de service 2014 et dont il n'a pas été tenu compte.

Concernant l'horizon temporel d'évaluation des paramètres intervenant dans le calcul du coût des capitaux propres

III.4 Ainsi qu'elle l'avait déjà exprimé dans son avis n° 2011-014 du 15 juin 2011 sur le projet de décret relatif aux gares de voyageurs et aux autres infrastructures de services, l'Autorité considère que le cadre annuel de tarification des gares n'est pas satisfaisant et qu'il convient d'évoluer vers une régulation pluriannuelle, par le biais de contrats de performance incitant véritablement les gestionnaires d'infrastructures de services à des efforts de productivité.

III.5 S'agissant de la rémunération des capitaux propres, Gares & Connexions et RFF proposent de modifier le taux qu'ils avaient retenu il y a quelques mois pour le calcul des tarifs de l'horaire de service 2014 :

- Gares & Connexions prévoit de relever son taux de 11,7 à 11,9% ;
- RFF envisage une augmentation de 10,9 à 11,4%.

III.6 Le cadre réglementaire ne s'oppose pas à une actualisation annuelle, voire infra-annuelle, du coût d'immobilisation des capitaux propres. Toutefois, l'Autorité considère qu'il serait préférable de privilégier une stabilité sur plusieurs années du coût d'immobilisation des capitaux, afin de donner des objectifs de gestion et des signaux clairs, et non fluctuants, aux gestionnaires de gares, notamment dans leurs décisions d'investissement. Une telle stabilité permettrait de s'inscrire dans la perspective d'un modèle de régulation pluriannuel incitatif pour les gestionnaires et prévisible pour les entreprises ferroviaires.

Concernant le taux de rémunération sans risque (Ro)

III.7 Les gestionnaires de gares retiennent respectivement les valeurs suivantes :

- Gares & Connexions propose d'augmenter le taux sans risque de 2,9%² à 3,2%³, sans apporter de justification à cette hausse ;
- RFF maintient une valeur de 3,4% correspondant à une anticipation d'inflation et à

² Valeur retenue dans le calcul initial des tarifs pour l'horaire de service 2014

³ Valeur indiquée page 36 des projets de DRG 2014 révisé et DRG 2015

une anticipation de croissance de l'ordre de 1,7% à long terme chacune, en cohérence avec les hypothèses de son plan d'affaires.

III.8 Dans son avis et décision n° 2012-016, l'Autorité avait recommandé de prendre pour référence le rendement moyen des obligations d'Etat Français à 10 ans, émis au cours des dix dernières années connues. Cette période de référence, comme ces maturités, ont pour objectif d'éviter les effets de cycle trop importants et répondent aux principes posés par les règles de séparation comptable rappelées ci-dessus. Le calcul de ce taux montre une baisse tendancielle des taux. Toutefois, la valeur estimée s'avère légèrement supérieure à celles proposées par les gestionnaires de gares⁴.

Concernant la prime de risque spécifique ($\beta \times R \times (1 + (1-TIS) \times Dette / Capitaux propres)$)

III.9 Pour l'appréciation de la prime de risque spécifique, Gares & Connexions indique fixer ce terme à 4,44%, par utilisation d'un β de 0,55 « *en référence à des activités comparables* » et d'une prime de risque de 6%, valeur déduite des marchés des actions. La valeur du β est issue d'une comparaison avec des sociétés cotées gestionnaires d'aéroports.

III.10 RFF propose quant à lui une prime de risque spécifique de 6%, par utilisation d'un β de 0,52 et d'une prime de risque de 6%, valeur déduite des marchés des actions. La valeur du β est issue :

- d'une comparaison avec un échantillon de gestionnaires d'infrastructures régulées opérant dans les secteurs aéroportuaire, routier, ferroviaire et dans le domaine de la gestion de l'eau ;
- et de la prise en compte d'une prime spécifique de 0,07 suivant les recommandations des commissaires aux comptes et de l'Agence des Participations de l'Etat.

III.11 Pour l'Autorité, le choix de telles références contrevient aux termes des règles de séparation comptable approuvées, lesquelles sont directement opposables à Gares & Connexions. Il est également inadéquat pour RFF en qualité de gestionnaire des quais.

III.12 Le terme β proposé n'est pas représentatif « *de la nature des activités régulées de Gares & Connexions en matière ferroviaire et notamment la sensibilité de leurs résultats aux aléas économiques, du modèle économique tarifaire de Gares & Connexions et notamment son horizon temporel* ». En effet, ces activités présentent un faible niveau de risques, par rapport aux entreprises prises en comparaison, du fait du poids important des activités conventionnées dans les redevances acquittées par les transporteurs et d'une tarification annuelle permettant un rattrapage d'éventuels écarts de prévisions. Ce constat devrait conduire à retenir une valeur de β inférieure aux valeurs des secteurs pris en comparaison.

III.13 Le choix d'une prime de risque de 6% ne tient donc pas compte du « *caractère public de Gares & Connexions et de ses actifs* ». En effet, il correspond à des valeurs employées sur les marchés des actions pour les sociétés cotées et s'écarte ainsi très nettement des standards de prime de risque utilisés en matière de financement d'investissements publics.

III.14 A défaut de disposer d'une cartographie précise des risques encourus par les

⁴ La moyenne sur les dix dernières années des obligations d'Etat à 10 ans s'établit à 3,5% (moyenne entre octobre 2003 et septembre 2013).

gestionnaires de gares, l'Autorité estime que la meilleure façon d'approcher les risques spécifiques aux gares de voyageurs est de se référer aux méthodologies développées en matière de risques liés aux investissements publics. Une telle référence paraît mieux adaptée aux caractéristiques des activités de gestion des gares, assurées par deux établissements publics en situation de monopole. La nature pérenne des deux établissements publics et de leurs activités de gestion d'infrastructures essentielles de long terme se rapproche des propriétés des investissements publics considérés dans ces méthodologies.

III.15 Dans son avis et décision n° 2012-016, l'Autorité avait recommandé de retenir un taux de risque macroéconomique de 3%, fourchette haute préconisée par le rapport « Gollier »⁵ sur l'évaluation des investissements publics. Aujourd'hui, la mission présidée par Emile Quinet⁶ suggère plutôt de retenir une valeur de 2 % pour ce risque macro-économique.

III.16 Cette mission a par ailleurs confirmé que la sensibilité moyenne du secteur des transports aux aléas économiques pouvait être estimée à 0,5. La moindre exposition des gares aux risques de trafics⁷ et à la conjoncture économique conduit ainsi à confirmer un β inférieur à cette moyenne. L'Autorité avait proposé dans son avis et décision n° 2012-016 de retenir une valeur de 0,42, par analogie aux moyennes observées dans le secteur de l'énergie. Elle note que la valeur retenue pour les gares de voyageurs en Allemagne (0,46) est également sensiblement inférieure aux valeurs proposées par Gares & Connexions et RFF.

Concernant le taux d'impôt (TIS)

III.17 Les gestionnaires de gares prévoient de prendre en compte certaines conséquences fiscales issues de la loi de finances pour l'année 2013 :

- Gares & Connexions augmente de 34,43% à 36,10% le taux d'imposition sur les sociétés, du fait de l'intégration de la contribution exceptionnelle de 5/300, soit 1,67% du revenu net imposable ;
- RFF prend en compte la limitation des déficits reportables et la hausse du taux d'imposition minimum de 40% à 50%.

III.18 L'Autorité considère que l'utilisation du taux d'impôt normatif de 34,43% doit être privilégiée. Dans une logique de stabilité des paramètres influant sur les décisions d'investissement, il ne paraît en effet pas pertinent de reprendre les éléments fiscaux temporaires, que ces derniers soient favorables (taux d'imposition minimum, crédit impôt pour la compétitivité et l'emploi,...) ou défavorables (contribution exceptionnelle⁸).

Concernant le taux d'endettement (Dette / Capitaux propres)

⁵ Cf le rapport du groupe d'experts présidé par Christian Gollier : *Le calcul du risque dans les investissements publics*, (Centre d'analyse stratégique, juillet 2011)

⁶ Cf le rapport de la mission présidée par Emile Quinet : *Evaluation socioéconomique des investissements publics* (Commissariat général à la stratégie et à la prospective, septembre 2013).

⁷ 80% des redevances sont liés aux services conventionnés (TET, TER et Transilien)

⁸ L'article 30 de la loi n°2011-1978 du 28 décembre 2011 de finances rectificative pour 2011 créé l'article 235 ter ZAA au code général des impôts, qui précise que « les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 millions d'euros sont assujettis à une contribution exceptionnelle égale à une fraction de cet impôt calculé sur leurs résultats imposables [...] des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2013 ». L'article 30 de la loi n°2012-1509 du 29 décembre 2012 de finances pour 2013 recule cette échéance au 30 décembre 2015

III.19 Gares & Connexions retient un taux d'endettement de 35%, correspondant à une « structure financière cible ». RFF considère un taux de 58,8%, correspondant à la structure moyenne des entreprises prises comme comparables.

III.20 Dans son avis et décision n°2012-016, l'Autorité avait pris en compte dans son estimation les taux réels d'endettement de Gares & Connexions et de RFF, à savoir respectivement 38% et 74%.

Synthèse

III.21 En conséquence, la prise en compte des valeurs mentionnées ci-dessus conduit aux évaluations suivantes :

	Gares & Connexions		RFF	
	Proposition Gares & Connexions	Estimation ARAF	Proposition RFF	Estimation ARAF
Rémunération des fonds propres avant IS	11,9%	8,0 %	11,4%	10,8%
soit une rémunération des fonds propres après IS de	7,7%	5,3%	9,4%	7,1%
= <i>taux sans risque</i>	3,2%	3,5%	3,4%	3,5%
+ <i>risque macroéconomique</i>	6%	3%	3%	3%
<i>X β réendetté</i>	0,74	0,59 ¹	1,0	1,2 ¹
Taux d'endettement	35,0%	38,0%	58,8%	74,0%
Taux d'impôt sur les sociétés pris en compte	36,10%	34,43%	IS minimum (50% de 34,43%) soit 17,22%	34,43%

1 soit un β de 0,42

III.22 Le taux proposé par Gares & Connexions (11,9%) se situe sensiblement au-dessus de la fourchette d'évaluation de l'Autorité. Cette survalorisation du taux conduit à une majoration des redevances de l'ordre de 21 M€, dont 17 M€ pour les activités conventionnées.

III.23 La confirmation, dans les documents définitifs, du niveau de rémunération des capitaux propres tel qu'indiqué actuellement est susceptible de relever de la procédure prévue à l'article L.2135-7 du code des transports.

III.24 Un tel niveau de rémunération des capitaux ne paraît pas justifié par les exigences de « *financement pérenne des investissements* ». En effet, des informations fournies par Gares & Connexions, l'Autorité constate que la trajectoire financière envisagée sur la période 2013-2018 permettrait, par une amélioration de la capacité d'autofinancement, de soutenir la croissance, à plus de 180 M€ par an, du niveau d'investissement sur fonds propres :

- cette croissance du niveau d'investissement serait effectuée sans augmenter la dette

et en diminuant sensiblement le ratio [dette nette / marge opérationnelle], lequel passerait de [2,5 à 3]* à [2 à 2,5]* entre 2013 et 2018, alors que le référentiel de Gares & Connexions dispose que ce ratio peut aller jusqu'à 4 ;

- l'amélioration de la situation financière de Gares & Connexions se ferait également sans renoncer au versement de dividendes internes, à l'instar du dividende interne de [5 à 10]* M€ versé en 2013 sur les résultats 2012, alors que le référentiel de Gares & Connexions dispose que « *le dividende versé par Gares & Connexions sera adapté aux nécessités du programme d'investissement en gare* ».

III.25 En conséquence, le niveau de rémunération des fonds propres proposé par Gares & Connexions est excessif. L'activité de gestion des gares subventionne ainsi de manière indue les activités concurrentielles de la SNCF.

III.26 Pour RFF, le taux proposé dépasse l'évaluation de l'Autorité. En l'absence d'évolution notable du programme d'investissements de RFF, l'Autorité considère qu'il n'y a pas d'éléments probants justifiant une hausse en 2015 du coût d'immobilisation des capitaux propres.

* Données relevant des secrets protégés par la loi

Décide :

Article 1^{er} : L'Autorité émet un avis défavorable sur le projet de décision de Gares & Connexions relative à la fixation du coût d'immobilisation du capital pour le calcul des redevances des prestations régulées en gare de voyageurs pour les horaires de service 2014 et 2015.

Article 2 : L'Autorité recommande le maintien, pour l'horaire de service 2015, du taux de rémunération des capitaux propres qui avait été retenu par RFF l'année précédente pour le calcul des redevances des prestations régulées en gare de voyageurs.

Article 3 : Le présent avis sera notifié à Gares & Connexions et à RFF et sera publié sur le site internet de l'Autorité, dans le respect des secrets protégés par la loi.

L'Autorité a adopté le présent avis à l'unanimité le 22 octobre 2013.

Présents : Monsieur Pierre Cardo, président ; Madame Anne Bolliet et Messieurs Jean-François Bénard, Dominique Bureau et Michel Savy, membres du collège.

Le Président

Pierre CARDO