

Monsieur Pierre CARDO
Président
Autorité de Régulation des Activités
Ferroviaires
57 boulevard Demorieux – CS 81915
72019 LE MANS cedex

Paris, le 29 juin 2012

Objet : Consultation publique relative au taux de rémunération des capitaux engagés pour les gares de voyageurs.

Version publiable.

Monsieur le Président,

Nous vous remercions de nous avoir sollicités dans le cadre de la consultation publique relative au taux de rémunération des capitaux engagés pour les gares de voyageurs.

Cette consultation s'inscrit dans le cadre de la préparation du Document de référence Gares de l'horaire de services 2014 pour lequel nous avons consulté l'Autorité sur le projet de coût d'immobilisation du capital le 1^{er} mars 2012, conformément aux dispositions de l'article 13-1 du décret 2003-194 du 7 mars 2003 modifié.

Nos commentaires porteront sur 3 points :

- Le calendrier de consultation (i)
- Un rappel sur le modèle économique des gares de Voyageurs gérées par SNCF fondé sur la capacité à développer et maintenir un réseau d'infrastructures de service (ii)
- Le choix du modèle qui permet d'établir le coût du capital qui est soumis pour avis à l'Autorité (iii)

- (i) Afin de laisser le temps à chaque partie prenante d'émettre un avis sur le projet de Document de Référence Gares et au gestionnaire de gares de pouvoir en tenir compte, il était nécessaire que le projet de document soit présenté au Conseil d'administration de SNCF du 28 juin 2012. C'est pour respecter ce calendrier que le projet de coût de capital pour l'horaire de service 2014 a été soumis au Conseil d'Administration de SNCF du 16 février 2012 et a été adressé à l'Autorité le 1^{er} mars 2012 en se fondant sur l'article 13 du règlement intérieur du collège de l'Autorité qui précise que l'Autorité remet un avis sous 2 mois après réception d'un dossier complet.

La consultation étant prévue de s'achever le 29 juin, l'avis de l'Autorité ne pourra donc pas être remis avant juillet 2012.

Or le projet de tarifs 2014 repose sur un montant d'investissement d'ici 2014 de X M€ en Fonds propres auxquels s'ajoutent X M€ de subventions. C'est un effort d'investissement sans précédent, justifié par le développement du réseau LGV, les obligations de mise en accessibilité des bâtiments voyageurs avant 2015 conformément aux dispositions de la loi du 11 février 2005 et les investissements sur le réseau Ile de France.

Plus de 30 mois après la promulgation de la loi de ORTF 2009-1503 du 8 décembre 2009, l'ensemble des paramètres du modèle gares ne sont toujours pas connus ; le gestionnaire de gares ne dispose pas de l'avis de l'Autorité sur son seul élément de rémunération et l'arrêté sur la segmentation des gares n'est toujours pas publié. Cette absence d'environnement réglementaire stabilisé place les acteurs dans une situation inconfortable alors que des décisions importantes d'investissement sont à prendre.

Par ailleurs, la publication de l'avis de l'Autorité plus de quatre mois après sa saisine retarde l'élaboration du projet de document de référence gares qui ne pourra pas être adressé aux Autorités organisatrices des transports et aux Entreprises ferroviaires en juillet. Ce décalage réduira les délais de consultation, alors que les modifications apportées par le décret n°2012-70 du 20 janvier 2012 et les décisions d'investissement auraient justifié que les parties prenantes bénéficient d'un temps de réflexion suffisant.

Recommandation n°1 : Gares&Connexions souhaiterait que l'Autorité établisse une procédure de consultation qu'elle soit en mesure de respecter pour permettre aux opérateurs d'honorer leurs obligations.

ii) A) La rémunération des capitaux engagés est à rapprocher du besoin d'investissement. Toute baisse de cette rémunération réduit de manière mécanique la capacité d'investissement du gestionnaire de gares.

L'Autorité a rappelé au point IV.3 que le coût des capitaux engagés représenterait une charge prévisionnelle pour les Entreprises ferroviaires de l'ordre 79 M€ (au taux de 9.3% avant impôt) dans le projet de tarification 2014.

Suite à l'avis de l'ARAF 2011-018 du 19 octobre 2011, le Conseil d'administration de SNCF a décidé de procéder à une augmentation de capital de Gares&Connexions à hauteur de 270 M€ en valeur du 1^{er} janvier 2012. A la suite de cette augmentation de capital, l'Autorité a rappelé que le taux d'endettement de la branche Gares&Connexions était de 38%. Les 79M€ de rémunération évoqués ci-dessous se traduisent par une marge après impôt de 41 M€ (soit 5.5 M€ pour 1% de rémunération). Ce montant annuel est déjà totalement insuffisant pour faire face aux besoins d'investissement.

L'Autorité propose de revoir à la baisse le CMPC avant impôt de 9.3% dans une fourchette de 5.8% à 6.7%, ce qui représenterait une réduction des ressources de Gares & Connexions comprise entre 14,5 M€ à 19,5 M€ par an.

Or, ce n'est la marge sur les activités non régulées qui permettrait de trouver des ressources additionnelles pour compenser cette perte de ressources.

Le rapport d'activité 2011 de Gares&Connexions (pages 45 et 46) rappelle les principaux agrégats financiers :

- Le résultat opérationnel courant était de 64 M€ en 2010 et 76 M€ en 2011. Sur les activités régulées l'ensemble des charges étant facturées à l'€ / l'€ la rémunération des capitaux engagés (79 M€) est ainsi représentative du résultat opérationnel courant dégagé sur les redevances d'accès en gares. En conséquence, les autres activités de Gares & Connexions (commerces et autres locations d'espaces en gare) dégagent un résultat opérationnel courant proche de l'équilibre. Ceci est la conséquence du modèle de double caisse mis en place par Gares&Connexions qui ne fait supporter aux transporteurs qu'une part limitée des charges de fonctionnement et des amortissements des gares (mécanisme de pompe à charges des activités non régulées).
- La capacité d'autofinancement a été de 123 M€ pour des investissements sur fonds propres de 135 M€. Toute baisse de rémunération sur actif viendrait diminuer le niveau de ressources et par conséquent la capacité d'investissements de Gares&Connexions.

B) L'Autorité invite le gestionnaire de gares à être plus sélectif dans le choix des investissements (IV. 36)

Rappel sur la programmation des investissements en gare associée au projet de document de référence Gares pour l'horaire de service 2014.

(Tableau 1) : réservé en attente de présentation du projet de références Gares au Conseil d'Administration

La prévision d'investissement est de x M€ dont x M€ font l'objet de contrats partenariaux aux termes desquels les investissements en fonds propres se monteraient à x M€ pour un apport de ressources externes de x M€. Sur ces projets, les partenaires ont déjà examiné à la fois le bien fondé opérationnel et les montants d'investissements associés.

Le solde de x M€ est constitué de projets de pôles d'échange multimodaux en particulier sur Paris qui ne font l'objet d'aucune subvention ni de la ville, ni de la région Ile-de-France ni du STIF, de l'entretien du patrimoine pour un montant de x M € sur 3 ans pour un parc supérieur à 2 millions de m², du développement de zones concessionnaires indispensables pour dégager des ressources non ferroviaires, des programmes de vidéo protection qui ont fait l'objet d'accords passés avec les pouvoirs publics et des programmes d'accessibilité nécessaires pour se conformer

aux obligations de la loi du 11 février 2005 et dont le non respect est assorti de sanctions pénales. Il convient également de rappeler qu'à partir du SA 2014, les transporteurs bénéficieront de la rétrocession de 50% des résultats dégagés après rémunération des capitaux investis par les activités non régulées et profiteront donc pleinement des développements commerciaux.

Recommandation n°2 : la baisse de taux de rémunération proposée par l'Autorité conduirait à une révision du programme d'investissements d'environ 10% qui est difficilement compatible avec les besoins de développement du réseau et les obligations réglementaires de Gares&Connexions qui sont assorties de sanctions pénales en ce qui concerne la mise en accessibilité de ses gares. L'avis de l'Autorité devrait également prendre en considération les conditions de financement pérennes des investissements.

iii) A) L'Autorité conteste le choix du modèle MEDAF et propose un modèle alternatif développé par le Centre d'Analyse stratégique (« CAS »).

Le rapport du CAS semble adapter à des investissements dont la taille est sans commune mesure avec les investissements en gare.

Gares & Connexions observe également que le modèle MEDAF a été utilisé dans d'autres secteurs régulés (telecom, aérien) :

L'ARCEP (Telecom) dans sa décision 2011-1467 du 22 décembre 2011 fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des opérateurs mobiles retient un coût du capital avant impôt de 9,9% pour 2012 sur la base du modèle MEDAF.

- Aéroports de Paris (Aérien) dans sa consultation du 19 février 2010 propose de fixer le coût moyen pondéré du capital à 6.8% après impôt, fondé sur le modèle MEDAF pour la période du contrat de régulation économique 2011-2015 signé avec l'Etat.

Le modèle alternatif proposé par l'Autorité ne paraît pas répondre aux exigences du législateur. En effet, l'article 13-1 du décret 2003-194 modifié dispose (II c)) que les charges comprennent ... 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. Les projets de décisions relatives à la fixation du coût d'immobilisation du capital sont préalablement transmis à l'Autorité de régulation des activités ferroviaires.

Le décret impose de distinguer le coût de la dette et le coût des capitaux et de soumettre ce dernier à l'Autorité. Le modèle décrit en IV.27 ne distingue pas la structure de financement et ne permettrait pas à Gares&Connexions de soumettre à l'Autorité pour avis le projet de fixation du coût des capitaux engagés.

Par ailleurs et sauf éclaircissement, notre compréhension est que le modèle CAS se place du point de vue de l'opérateur public, c'est pourquoi il ne mentionne aucun flux d'impôt sur les sociétés. En conséquence il est à apprécier hors impôt et non avant impôt. Pour un opérateur la charge d'impôt est à prendre en sus parmi les flux associés aux investissements ; pour l'opérateur les taux proposés par le modèle du CAS sont alors après impôt.

Enfin, le rapport du CAS traite de l'aversion collective pour le risque, qui pourrait supporter un niveau supérieur à celui d'un individu isolé du fait d'une mutualisation des risques entre différents projets¹, et donc que le taux déterminé selon cette approche pourrait être considéré comme une valeur basse.

B) L'Autorité semble toutefois admettre l'utilisation du modèle MEDAF mais propose d'en corriger les paramètres IV. 29

1. Rémunération de la dette avant IS de 3.47% à 4.5%.

Gares&Connexions n'est pas un EPIC et ne dispose pas d'un accès aux marchés financiers. Gares & Connexions bénéficie d'un financement interne à SNCF et se finance au taux d'une structure de notation BBB. Le calcul du CMPC sur la base d'un taux inférieur au coût réellement supporté laissera une charge à Gares&Connexions et ne répondra pas aux exigences du décret 2003-194 modifié qui précise que la rémunération doit couvrir les frais afférents aux emprunts. Par ailleurs, compte tenu de ses résultats financiers et d'une rentabilité avant impôt et frais financiers de 4.8 % (source rapport d'activité 2011 : résultat opérationnel de 76 M€ en 2011 pour un total d'immobilisation nettes de subvention de 1 575 M€), il est peu probable que Gares & Connexions trouverait des financements plus avantageux si elle était une structure indépendante.

2. Taux sans risque de 3% à 3.5% et prime de risque de marché de 3%. Il s'agit de deux paramètres de marché qu'il convient d'analyser de façon conjointe.

Pour la fixation de la prime de risque de marché, l'Autorité fait référence aux travaux du CAS et propose de retenir une prime de risque de marché de 3%.².

En revanche, pour le calcul du taux sans risque l'Autorité semble abandonner ce raisonnement et prend comme référence le taux des emprunts d'Etat

¹ « le groupe, par sa capacité à mutualiser les risques, présente une capacité à supporter les risques supérieure à celle d'un individu isolé ; ce point tend à modérer l'aversion collective (celle du groupe) pour le risque ; cette capacité à partager le risque est un déterminant crucial de la tolérance au risque d'une communauté comme un État » (Rapport p. 62).

² « Cet ordre de grandeur [3%] apparaît comme étant un bon compromis alors que les développements récents de la littérature et le comportement des agents justifieraient un taux beaucoup plus élevé. »... « La commission propose, en attendant le calibrage conjoint de la prime de risque et du taux d'actualisation public, de réaliser, à titre conservatoire, les évaluations des projets en intégrant une prime de risque et en effectuant un test de sensibilité sur une plage de valeurs comprises entre 1 % et 3 %, le taux sans risque de 4 % étant amené à être réduit sans être nul pour des valeurs élevées de celle-ci. » (Rapport p. 91 et 92).

à 10 et 20 ans et retient un taux de 3.% à 3.5% alors que l'Autorité retenait aux paragraphes IV.22 et IV.27 un taux de 5.7% à 6% fondé sur le taux d'actualisation public sans risque majoré d'une inflation de 1.7% à 2%.

Pour établir son taux de rémunération, Gares&Connexions s'est appuyé sur les recommandations de l'Agence des Participations de l'Etat au Conseil d'administration de SNCF soit 2.9% pour le taux sans risque et 6% pour la prime de risque de marché.

3. Le Beta : 0.42. Pour le calcul du Bêta, l'Autorité retient le Beta socio économique de la formule du CAS alors que pour le taux sans risque l'analyse avait été différente.

Le taux de 0.42 correspond au secteur de l'électricité et résulte d'une analyse conduite par l'Autorité qui n'est pas jointe au dossier de consultation. Par ailleurs, nous constatons que ce taux est inférieur à la fourchette de taux proposée dans le Rapport, qui est comprise entre 0,5 et 1³.

Gares &Connexions s'appuie sur une étude fournie par le cabinet Deloitte et actualisée tous les six mois. Cette étude permet d'établir les taux d'actualisation utilisés pour les tests de valeur dans le cadre de l'application de la norme IAS 36.

L'Autorité conteste le choix de cet échantillon car l'exposition au risque trafic serait plus faible pour le gestionnaire de gares ; nous notons toutefois le contrat de régulation Aéroports de Paris SA prévoit un mécanisme de protection contre les évolutions défavorables du trafic.

En suivant le raisonnement de l'Autorité et en appliquant le Modèle MEDAF avec les paramètres fournis par le rapport du CAS, prime de risque de marché de 3% taux sans risque de 5.7% à 6%, un « beta » désendetté compris entre 0.5 et 1, et le taux d'endettement de Gares &Connexions au 01/01/2012 de 38%, le coût du capital (« CMPC ») avant impôt ressort dans une fourchette de 8.0% à 11.5% et 5.2% à 7.6% après impôt.

³ « Toutefois, les autorités de régulation sectorielle (CRE, ARCEP, ARAF), qui ont légalement accès à toutes les données confidentielles des entreprises, doivent calculer ou faire calculer un *bêta* (financier) pour les entreprises régulées afin de fixer un taux de rémunération des actifs régulés et de déterminer le niveau des services associés (généralement, les activités ayant vocation à être exercées par un monopole naturel : transport et distribution d'électricité, traitement des eaux, réseau ferroviaire, etc.). Les régulateurs convergent souvent, sur la base des informations parcellaires disponibles (études externes de cabinets spécialisés en finance, consultations publiques...), vers des *bêta* compris entre 0,5 et 1 selon le risque estimé pour les entreprises régulées. » (Rapport p. 220)

	Centre d'analyse Stratégique	
	min	max
taux de base	4%	4%
+ inflation	1,7%	2%
= taux sans risque	5,70%	6,00%
Bêta desendetté	0,5	1
Bêta	0,70	1,40
risque de marché	1,0%	3,0%
Coût des fonds propres	6,4%	10,2%
coût de la dette avant is	5,0%	5,0%
coût de la dette après is	3,3%	3,3%
CMPC après impôt	5,2%	7,6%
CMPC avant impôt	8,0%	11,5%
% capital	62%	62%
% dette	38%	38%
taux d'is	34,43%	34,43%

Le coût du capital qui résulte de l'application au modèle MEDAF des paramètres fournis par le rapport du CAS encadre les résultats qui peuvent être obtenus avec d'autres sources d'information :

- taux sans risque (r) et prime de risque (rm) de marché utilisés par l'ARCEP dans sa décision 2011-1467 du 22 décembre 2011 fixant le taux de rémunération du capital employé pour la comptabilisation des coûts et le contrôle tarifaire des opérateurs mobiles (3,2% pour r 5% pour rm) pour la, communiqués par l'APE (2,9% pour r et 6% pour rm), valeurs moyennes des taux fournis par la cabinet Deloitte (3,75% pour r et 5,3% pour rm) ou valeurs moyennes figurant dans la rapport du CAS (5,85% pour r et 2% pour rm) ;
- « beta » de 0,55 communiqué par le cabinet Deloitte, fixé dans le base de la fourchette du rapport du CAS (0,5 à 1) ;
- ratio d'endettement de Gares&Connexions au 01 janvier 2012 (38% de dette, 62% de fonds propres) ;
- taux de charge financière supporté par Gares&Connexions (5%)

	ARCEP	APE	Deloitte moyenne	CAS moyenne
taux sans risque	3,20%	2,90%	3,75%	5,85%
Béta desendetté	0,55	0,55	0,55	0,55
Béta	0,77	0,77	0,77	0,77
risque de marché	5,0%	6,0%	5,3%	2,0%
Coût des fonds propres	7,1%	7,5%	7,8%	7,4%
coût de la dette avant is	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
coût de la dette après is	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
CMPC après impôt	5,6%	5,9%	6,1%	5,8%
CMPC avant impôt	8,6%	9,0%	9,3%	8,9%
% capital	62%	62%	62%	62%
% dette	38%	38%	38%	38%
taux is	34,43%	34,43%	34,43%	34,43%

Recommandation n° 3 :

Le modèle MEDAF est communément admis dans d'autres secteurs régulés, et l'Autorité semble admettre son utilisation. Si l'Autorité souhaite fonder son avis sur les paramètres du rapport du CAS, il conviendrait alors d'en retenir tous les paramètres : taux sans risque de 5.7% à 6% et prime de risque de marché de 3%.

Concernant le taux de dette financière, il paraît par ailleurs difficile d'ignorer le taux de charges financières supporté par Gares&Connexions (5%).

L'ensemble des sources conduit à une fourchette de 8,6% à 9.3 % pour le coût du capital avant impôt et 5.6% à 6.3% après impôt.

Le taux de rémunération des capitaux engagé proposé par Gares&Connexions de 9.3% avant impôt et 6.1% s'inscrit dans cette fourchette, il est également comparable au taux proposé par Aéroports de Paris (6.8 % après impôt) et retenu par l'ARCEP (9.9 % avant impôt soit 6.5% après impôt).

Enfin, conformément à votre demande sur le caractère confidentiel ou non de notre réponse, je tiens à préciser que les informations que les éléments relatifs aux investissements issus du projet de Document de référence Gares qui n'ont pas encore été soumis au Conseil d'administration ne peuvent pas être diffusés, nous vous adressons simultanément un document publiable.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président l'expression de mes sincères salutations,

très cordialement.

Pierre Lacombe

Pierre Lacombe