



# Réponse à la consultation publique sur la définition de la méthodologie de détermination des CMPC aéroportuaires

9 décembre 2019

## 1. Préambule

L'Autorité de régulation des transports (ART / l'Autorité) a lancé une consultation sur la méthodologie de détermination des CMPC aéroportuaires. L'IATA applaudit le souhait de l'Autorité de solliciter les contributions des différents partis du secteur.

L'IATA répond aux questions de l'ART dans un contexte particulier. L'Etat Français a récemment modifié substantiellement la loi sur la régulation économique des aéroports. Les usagers ont indiqué à l'Etat que le modèle de régulation proposé était très particulier et que de nombreux éléments critiques manquaient dans la définition du rôle du régulateur. Ainsi, sur de nombreux éléments l'ART doit opérer dans un cadre très inhabituel et les réponses faites dans ce document doivent être lues dans ce contexte. L'interprétation des propos exprimés dans ce document en dehors de ce contexte particulier peut porter à confusion.

### 1.1. Autres documents

L'ensemble des prises de positions d'IATA dont celle sur le « Cost of Capital » peut être téléchargé sur le site [www.iata.org/airport-charges](http://www.iata.org/airport-charges).

Les consignes du Forum de Thessalonique constituent une base solide sur les questions relatives au CMPC. Les recommandations du forum

des régulateurs peuvent être téléchargées sur le site

<https://www.aviationreg.ie/fileupload/ACD/Thessaloniki%20Forum%20WACC%20Dec%2016.pdf>

### 1.2. Modèle de « caisse »

L'Etat Français a décidé de ne pas donner le droit à l'autorité de régulation des transports de pouvoir fixer le modèle de caisse appliqué aux aéroports.

L'IATA maintient que le seul modèle de régulation économique valable est la caisse unique, mais que toute décision sur ce sujet doit dépendre du régulateur indépendant. Tout modèle de double caisse ou caisse hybride est fondamentalement incompatible avec un marché en concurrence. L'IATA continue de croire que le retour au système de caisse unique sur l'ensemble des aéroports serait un pas majeur pour une meilleure relation entre usagers et exploitants des aéroports.

## 2. Réponses aux questions de l'autorité

La numérotation de cette section correspond aux questions du document de l'ART.



2.1. Est-ce que les critères précités vous semblent exhaustifs ? Si non, quels sont les critères manquants ? Quelle pondération associée à chaque critère vous semble correctement refléter vos attentes du rôle d'un régulateur économique ?

L'IATA n'a pas de pondération spécifique à préconiser parmi les critères évoqués. Un critère important est absent et devrait être pondéré plus fortement : la proportionnalité du CMPC au risque encouru par l'aéroport.

Les objectifs de la régulation économique devraient être :

1. La protection et la défense des intérêts raisonnables des usagers aéroportuaires dont les compagnies aériennes, l'aviation générale, les passagers et les clients du fret aérien pour lesquels l'aéroport est une structure essentielle de leur activité
2. L'exigence de la mise en œuvre d'une exploitation économiquement et opérationnellement performante par les aéroports
3. L'incitation des aéroports à des investissements adaptés, en adéquation avec les besoins réels des usagers des aéroports et avec le meilleur rapport coût/performance,
4. La garantie du bon déroulement des opérations d'un aéroport en s'assurant que la qualité de service correspond aux attentes des usagers
5. L'assurance du respect de la politique OACI sur les redevances aéroportuaires, dont les quatre piliers sont : la relation aux coûts, la transparence, la non-discrimination et la consultation des usagers

Il convient impérativement d'ajouter l'objectif principal qui est absent du tableau de l'Autorité : celui de la proportionnalité au risque porté par l'aéroport ou par les usagers. Le CMPC est utilisé pour estimer une « juste » rémunération, mais une juste rémunération ne dépend pas que de la cohérence, de la transparence et de la prédictibilité. En premier lieu, la justesse de la rémunération doit tenir compte des circonstances du marché dans lequel l'aéroport opère et le mode de régulation.

De manière générale, si un aéroport montre dans ses propositions ou dans son comportement qu'il essaie de transférer du risque vers les usagers ou de profiter des asymétries d'information en limitant la transparence et la consultation, le régulateur devrait estimer que le risque de l'exploitant n'est plus le même. La présence ou absence de mécanismes de partage de risque ne sont pas pris en compte dans les autres objectifs listés par l'autorité et pourtant devraient être précisément l'objet de discussions et possiblement d'un accord entre les usagers et l'exploitant aéroportuaire. Similairement, l'objectif de proportionnalité permet de palier les cas d'absence de données pertinentes (non fournies ou difficilement comparables) qui mettent réellement et durablement en péril la capacité de financement d'un aéroport et donc l'empêcheraient d'investir en fonction des besoins des usagers.

2.2. Dans le cadre de la validation d'un CRE, le ROCE moyen sur la durée de la période d'application est comparé au CMPC. Cette approche vous semble-t-elle pertinente ? Si non, quelle alternative proposez-vous ?

L'évaluation de la juste rémunération des capitaux est souvent mesurée par les régulateurs en comparant le retour sur ces capitaux (ROCE) avec le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Cependant, rares sont les cas où le ROCE sera exactement égale au CMPC. Le CMPC fixe un barème pour évaluer la juste rémunération mais le contexte ne saurait être ignoré. L'Etat ne peut pas garantir une rente aux investisseurs peu importe les conditions de l'aéroport et c'est la raison pour laquelle les textes parlent notamment d'efforts de productivité.

Ainsi, il se peut que dans certaines situations pendant un CRE ou lors d'une homologation annuelle, le ROCE d'un aéroport dépasse le CMPC ou soit inférieur. D'ailleurs, les macro-enjeux ou gros changements tels qu'un changement de périmètre régulé exigent que ces changements aient lieu sur plusieurs périodes tarifaires et donc une vision au-delà d'une estimation du CMPC à horizon 1 ou 5 ans.

Dans le cadre d'une homologation annuelle ou dans le cadre d'un CRE, l'ART devrait utiliser le CMPC, dans son contexte, pour évaluer la juste

rémunération des capitaux. L'unique différence dans un cadre pluriannuel, l'exploitant devra présenter le ROCE prévisionnel pour chaque année et peut opérer un « lissage » pour permettre une modération des tarifs. Cette opération de lissage devrait considérer une valeur actuelle net (VAN) identique des montants, ce qui permet une évolution modérée et prévisible sans gain/perte. Une moyenne simple ignore les effets temporels.

### 2.3. Quels sont les risques non quantifiables qu'il vous semble nécessaire de prendre en compte dans le CMPC ?

L'IATA a transmis une étude à l'ART pour répondre spécifiquement à cette question.

En France en particulier, le cadre de régulation est déjà fortement favorable aux aéroports (CRE optionnel, homologation « annuelle » qui est de fait « biannuelle » si les conditions sont favorables à l'exploitant). Enfin, si l'aéroport propose de prendre plus de risque et que les usagers s'y opposent avec une justification, cela sera à l'autorité de déterminer si l'exploitant peut courir le risque. Dans le cadre des discussions sur les redevances annuelles ou sur le CRE, les comptes rendus et le comportement de l'aéroport sont donc très importants. Si les compagnies demandent de la transparence et une justification des investissements, ou si les compagnies demandent un transfert de risque (vers les compagnies ou vers l'exploitant), le régulateur devra prendre ceci en compte pour évaluer le risque.

Très accessoirement, conformément à la méthode MEDAF, il n'y a pas lieu de prendre des risques spécifiques et primes spécifiques telle une « prime d'illiquidité » dans le calcul du CMPC.

### 2.4. Dans quelle mesure, selon vous, la méthodologie de détermination du CMPC doit-elle être influencée par la durée de la période d'application ?

De manière générale, une période plus lointaine implique plus d'incertitude, mais en France cette logique ne s'applique pas entièrement. Le CRE étant facultatif et que la durée pouvant être choisie par l'aéroport, un exploitant n'entrera dans un CRE que s'il a calculé que la probabilité d'une surperformance ou de sa capacité de profiter de

l'asymétrie d'information lui est favorable. Le risque plus élevé qui accompagne théoriquement une période plus longue n'est donc plus aussi important.

### 2.5. Dans le cadre d'un CRE, dans la mesure où les données financières de l'opérateur peuvent s'éloigner des données de marché, jugez-vous qu'il soit de bonne pratique que l'opérateur fournisse, à titre d'information, l'écart entre les paramètres de marché imposés par la loi et ceux propres à l'opérateur ? Si non, pourquoi ?

Du moment que l'ensemble des parties sont consultés (dont compagnies aériennes) il n'y a pas de raison pour empêcher l'aéroport de transmettre des informations. Ces informations devraient être mises à la disposition des usagers pour recueillir leurs commentaires.

Le processus de fixation du CMPC devrait être mené dans un esprit consultation au risque de méconnaître la directive européenne et les principes OACI.

### 2.6. En lien avec la pondération des critères de prédictibilité (« stabilité de la méthode (formule) ») et de cohérence (« bonne anticipation des évolutions pendant la période régulée ») évoquée à la question 1, est-il selon vous préférable, à chaque homologation tarifaire ou validation de CRE, s'agissant de l'estimation du Rf et du Rm selon un horizon temporel historique, d'appliquer toujours mécaniquement la même méthode, ou bien d'élaborer chaque fois si nécessaire une nouvelle méthode ad hoc ? Pour quelles raisons ? Si la méthode doit être toujours la même, laquelle devrait-elle être selon vous pour chacune des durées de période d'application (homologation tarifaire annuelle vs validation de CRE) ? Pour quelles raisons ?

De manière générale, une approche avec des formules mathématiques très spécifiques et fixes devrait être évitée. Bien que l'approche générale devrait être encadrée, le calcul exact pourrait être ajusté tout comme les valeurs utilisées. L'approche

pour le Rf et Rm peut être différente pour une homologation annuelle et pour un CRE mais devrait être cohérente sur l'ensemble des aéroports sur une période donnée. A l'instar de cette consultation, le régulateur peut prévoir des évolutions dans la méthodologie mais à des intervalles raisonnables pour garantir une stabilité du modèle pour les acteurs.

Un régulateur qui tend vers une méthodologie figée, mets à l'épreuve la cohérence avec la réalité et la proportionnalité au risque. Par exemple, si un événement exceptionnel induit un choc dans Rf et si l'approche ne permet pas à l'autorité d'autoriser une exception, l'autorité pourrait délaissier son objectif de proportionnalité. Nous plaidons donc pour maintenir une marge d'appréciation au régulateur du moment que le régulateur est indépendant.

### 2.7. Dans une approche selon un horizon temporel historique, quelle maturité de l'instrument de Rf est selon vous souhaitable ? Pour quelles raisons ?

Les obligations étatiques à horizon 10 ans sont les plus courants en pratique réglementaire et aussi dans la négociation des titres. La disponibilité et la liquidité permettent une observation du marché beaucoup plus facilement qu'avec les obligations à horizon 20 ans, par exemple. Les obligations de cinq ans semblent inadaptées à la durée de vie des actifs aéroportuaires. Le régulateur doit, cependant, maintenir la flexibilité pour choisir un Rf d'un autre marché en cas de situation exceptionnelle.

### 2.8. Dans une approche selon un horizon temporel prospectif, quelle est selon vous la durée de la moyenne à court terme (entre quelques jours et 1 an) à retenir pour chacune des durées de période d'application (homologation annuelle ou validation CRE) ? Pour quelles raisons ?

Pour Rm, nous n'avons pas vu de méthode prospective qui n'utilise pas des paramètres subjectifs (sondages, attentes des analystes). De nombreux facteurs (biais d'optimisme, différences sur les attentes en matière d'inflation) suggèrent que cette subjectivité peut nuire aux objectifs d'une régulation. Ainsi nous préférons les approches

historiques pour leur cohérence, stabilité, transparence et objectivité, tout comme la majorité des régulateurs dans le secteur aéroportuaire comme ailleurs. Pour Rf, il serait en théorie possible d'inclure les valeurs anticipées, mais le modèle MEDAF plaide pour une cohérence entre les facteurs. L'utilisation d'un horizon prospectif pour Rf mais d'une valeur historique pour Rm ne paraît pas cohérent.

Ceci n'empêche pas le régulateur de regarder les estimations des analystes et du marché pour s'adapter aux situations atypiques.

Il faut veiller aux anomalies dans les données historiques. Par exemple, dans le cas d'une crise financière (on peut penser à l'Irlande, la Grèce ou l'Espagne), le taux Rf d'un autre marché pourrait être substitué. En revanche, le Rm pourrait être adapté en conséquence. Il en va de même pour les estimations pour Rm ou dans certains pays les données ne vont pas assez loin dans le temps.

Il convient également de remédier aux biais d'optimisme et des surestimations de certains paramètres. Par exemple, une moyenne géométrique est plus appropriée pour le calcul du Rm (cf. réponse 2.12).

Pour ce qui est de l'horizon temporel lié à la durée de la période de régulation, nous nous référons aux conseils du forum de Thessalonique, cependant nous conseillons que dans le cas d'usage d'un taux « spot », une moyenne sur une période d'un mois à un an permet de supprimer le risque qu'un jour de « choc » puisse constituer la base de référence pour la période.

### 2.9. Pensez-vous qu'il faille choisir une des approches de manière exclusive ? - Si oui, pourquoi ? - Si non, quelle méthode de pondération des deux approches proposez-vous et pourquoi ?

Comme exposé dans la réponse 2.8, le choix d'un horizon temporel prospectif ne semble pas adapté pour ces paramètres.

2.10. Quelle autre méthode d'estimation des paramètres  $R_f$  et  $R_m$  suggèreriez-vous ? Pourquoi ? Dans quelle mesure serait-elle davantage en ligne avec les objectifs de régulation poursuivis, notamment en termes de transparence, d'objectivité, de fréquence de publication des données, de condition d'accès aux données, et de vérifiabilité par l'ensemble des parties prenantes ?

Le Forum de Thessalonique ne propose pas d'alternatives et du fait de notre expérience nous n'avons pas vu de méthodes alternatives solides qui sont régulièrement appliquées par des régulateurs.

2.11. Est-il selon vous préférable de retenir le marché national ou bien le marché européen et pourquoi ?

Même si les aéroports sont des structures accueillant des voyageurs et usagers internationaux, ce sont des structures nationales. L'utilisation des marchés européens paraît inappropriée pour la plupart des paramètres, sauf éventuellement dans des cas exceptionnels (crise financière qui empêche l'utilisation du  $R_f$  national) ou concernant le beta où certains aéroports européens peuvent être comparables. Nous attirons l'attention, cependant, sur le fait que malgré la directive européenne, les modèles de régulation en Europe sont encore plus nombreux que le nombre d'états membres car au sein de certains pays, différents modèles s'appliquent en fonction d'autres critères. (Les Länder en Allemagne, ou un découpage différent des aéroports par taille en Italie) Bien que les aéroports soient plus comparables entre eux qu'avec d'autres régions, il reste des différences importantes.

2.12. Suggèreriez-vous de retenir un autre instrument d'estimation du  $R_m$  qui respecte les critères susmentionnés : représentativité, transparence, fréquence de publication, etc. ? Si oui, pour quelles raisons ?

La source de données utilisée le plus souvent est l'étude DMS, cependant  $R_m$  peut également être recalculé par le régulateur.

Nous conseillons d'utiliser le  $R_m$  historique avec le maximum de données possible pour le marché en question, avec échantillonnage quotidien si possible, et sur le marché national par rapport à l'indice principal. L'utilisation des indices européens (STOXX) ou même les indices nationaux trop larges risquent d'avoir un trop grand nombre de modifications de composition pour avoir des données en série longue, et induire un « Survival bias » pour les indices très larges.

La moyenne géométrique est à privilégier, cependant dans certains cas les autorités utilisent une pondération de la moyenne géométrique et arithmétique. La moyenne arithmétique seule est à proscrire car elle surestime systématiquement le  $R_m$ . L'utilisation d'une moyenne géométrique est alignée avec des objectifs de cohérence, prévisibilité, stabilité et proportionnalité. Un aéroport n'étant pas un investissement à court terme mais des infrastructures à long terme avec des corrélations entre les différentes périodes.<sup>1</sup>

2.13. À l'aune de tout ce qui précède, suggèreriez-vous de retenir un autre instrument d'estimation du  $R_f$  ? Pour quelles raisons ?

En théorie, l'utilisation d'un instrument tel les OAT Allemandes pourrait remplacer les OAT Français. Cependant, il faudrait retraiter les estimations du

---

<sup>1</sup> Damodaran, A., 2018, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2018 Edition., page 32-33 : « if annual returns are uncorrelated over time, and our objective was to estimate the risk premium for the next year, the arithmetic average is the best and most unbiased estimate of the premium... however,... empirical studies seem to indicate that returns on stocks are negatively correlated over time. Consequently, the arithmetic average return is likely to overstate the premium »

« The averaging approach used clearly matters. Arithmetic averages will be yield higher risk premiums than geometric averages but using these arithmetic average premiums to obtain discount rates, which are then compounded over time, seems internally inconsistent. In corporate finance and valuation, at least, the argument for using geometric average premiums as estimates is strong. »

Rm et corriger, si possible, pour la période hyper-inflationnaire allemande.

2.14. Quelle fréquence d'échantillonnage est selon vous pertinente pour chaque durée de période d'observation ? (Modalités calculatoires du  $\beta_u$ ) Faut-il, selon vous, appliquer un retraitement statistique de manière systématique ? Si oui, quel type de retraitement statistique est selon vous pertinent ?

Les fréquences d'échantillonnage retenus sont généralement hebdomadaires ou mensuelles sur 1, 2 ou 5 ans. Le beta retenu est inévitablement une appréciation et non pas une formule unique.

Le retraitement statistique « Blume » s'agit de pondérer le beta des marchés par un facteur qui suggère que les betas tendent vers 1.00 en raison de la diversification des activités. La réalité des aéroports est que les groupes aéroportuaires mais encore plus les activités régulées ne « diversifient » pas leurs activités au point de converger vers un beta de 1.00. Ainsi, aucun traitement de ce type ne devrait être pratiqué.

Cependant la formule « Hamada » doit être utilisée si nécessaire pour corriger pour l'effet de la fiscalité.

2.15. Faut-il, le cas échéant, retraiter le périmètre non régulé des comparables ? Si oui, quand et comment ? Est-il envisageable, selon vous, de retenir un échantillon de comparables basé sur des sociétés à l'activité régulée autre qu'aéroportuaire ? Quels sont les autres secteurs représentatifs, en termes de taille, de nature, de localisation géographique des activités et de cycle d'investissement, de certaines des activités des aéroports ?

Sur le plan de vue des activités, il y a trois aspects qui peuvent être pris en compte pour identifier la comparabilité des aéroports et retraiter le périmètre régulé :

1. Est-ce que l'aéroport fait partie d'un groupe/réseau qui permet des subventions croisées entre aéroports ?

2. Est-ce que l'entreprise a des activités hors site aéroportuaire (e.g. un centre commercial qui n'est pas lié à l'activité en centre-ville ou des activités internationales)
3. Est-ce que l'aéroport a des exclusions du périmètre régulé (caisse double/hybride/aménagée) ?

Dans le cas d'un groupe/réseau/système, un exploitant peut compenser des pertes dans un aéroport en augmentant des revenus ailleurs. C'est le cas en Espagne et au Portugal. Ainsi, le profil financier des activités collectifs est différent de celui pour les aéroports individuels, les rendant difficilement comparables. Si aucune transparence permet de distinguer les subventions et d'identifier la vraie performance, il est difficile de justifier l'usage en tant que comparable. A titre d'exemple, un aéroport régional en France ne saurait être comparé à AENA en Espagne, qui opère des subventions croisées entre aéroports.

Dans le cas des activités hors site aéroportuaire, il convient de retraiter les activités pour soustraire le risque de ces activités.

Si un aéroport opère en caisse double/hybride, il convient de retraiter le périmètre pour isoler les activités régulées. Les betas par secteur ou certains betas directement observables peuvent être utiles. Nous attirons l'attention sur l'utilisation du beta sectoriel de Damodaran pour « Air Transport ». Le principe des betas sectoriels est pertinent, mais la catégorisation « Air Transport » mélange aéroports, compagnies aériennes et d'autres acteurs qui ont un profil de risque très différent. Ce beta sectoriel ne permet donc pas de bien estimer le risque des activités régulés d'un aéroport. Cependant, des entreprises comparables dans le domaine du stationnement automobile, le « retail » et la « gestion immobilière » existent et peuvent être utilisés pour représenter les activités exclus de la caisse aéronautique.

Nous conseillons à l'ART de regarder les déterminations par d'autres régulateurs européens quand ceux-ci sont publics, afin de calibrer le niveau de risque des aéroports.

Enfin, il va de soi que certains aéroports ou données peuvent être influencés par des opérations sur capital ou rumeurs.

2.16. Existe-t-il selon vous d'autres paramètres influençant le degré d'exposition au risque systématique du périmètre régulé ? Quelle pondération proposeriez-vous, pour quel aéroport ?

Ces facteurs sont détaillés dans notre note séparée soumise à l'ART. Parmi les facteurs qui ont un fort impact on retrouve le modèle de régulation. Dans le cas d'une homologation annuelle en France, le système se rapproche du « Cost Plus » et l'exposition du risque est minime comme nous avons détaillés dans notre note transmise séparément à l'ART. Si un aéroport fait face à un événement défavorable (baisse de trafic, hausse des prix externes, etc.) il y est exposé pour au maximum un an, voire moins car la définition d'une homologation annuelle n'est pas stricte (e.g. l'exploitant peut proposer une entrée en vigueur des redevances dans moins de 12 mois.) En revanche, en cas de « upside », l'aéroport peut décider de ne pas soumettre de redevances pour homologation pendant 24 mois ou plus, vu que le régulateur n'est pas obligé d'imposer des tarifs. Le niveau de risque en homologation annuelle est donc extrêmement faible ce qui milite pour un CMPC très bas.

Comme évoqué dans la réponse 2.3, un CRE reste optionnel et devra être favorable à l'exploitant aéroportuaire pour que celui-ci accepte de le signer (sinon il préférera l'homologation annuelle.) Ce mécanisme limite le niveau de risque, faisant contre-poids à l'incertitude sur un horizon plus long.

Ces facteurs, couplés à des spécificités des autres pays rend une comparaison stricte impossible, et une pondération mathématique précise difficile. Aucune formule stricte de pondération n'existe et croyons qu'en accord avec un objectif de proportionnalité au risque, une définition quasi-mathématique priverait le régulateur de sa capacité d'exercer son rôle pour apprécier le vrai risque. L'appréciation de la valeur du beta demeure une estimation et les techniques décrites visent à utiliser les comparables pour fixer les bornes de l'estimation. Cependant, afin d'identifier la

pertinence de ces bornes, Swiss Economics propose certains critères pertinents dans le cadre de l'estimation du coût du capital à Dublin publié en 2019. L'approche doit être adaptée, notamment car Dublin opère en caisse unique.

2.17. Compte tenu de ce qui précède, faut-il selon vous retenir une fourchette unique pour l'ensemble du secteur ? Si oui, laquelle et pourquoi ? À défaut, quelles seraient la valeur minimale et la valeur maximale à retenir pour l'ensemble des activités régulées de chaque aéroport ? Pourquoi ?

Dans tous les cas, pour un aéroport avec un pouvoir de marché et donc nécessitant une régulation économique, mais pour lequel le cadre est favorable - il est difficile de concevoir que l'aéroport ait une très forte exposition au risque du marché. La plupart est transféré vers les usagers. Cependant, les aéroports ont des profils différents et il nous paraît compliqué de trouver une fourchette unique pour l'ensemble des cas, qui plus est quand certaines situations existantes seraient impossibles dans un marché compétitif (double caisse, préfinancement, etc.)

2.18. Dans quelle mesure est-il selon vous souhaitable de retenir une part normative du coût prospectif de la dette historique ? Pourquoi ? Quelle clé de prise en compte de la dette historique souhaitez-vous proposer ?

Dans un CRE ou une homologation annuelle, le coût prospectif de la dette est celle qui sera facturée aux usagers pour l'année ou les années à venir. Le coût moyen historique n'est pas nécessairement un outil pertinent pour évaluer cela si la dette n'existe plus. L'objectif du régulateur doit être de s'assurer que l'exploitant fait preuve d'efficacité en trouvant le financement le moins cher possible y compris des possibilités de refinancement.

Un barème peut être de comparer les coûts actuels de la dette avec le taux sans risque et les « spread » du financement avec des obligations classifiés *Investment grade*. Du moment qu'il n'y a pas de pratique systématique ou grossière qui fait que l'exploitant ne s'est pas financé au coût le moins cher possible, les coûts prospectifs réels peuvent

être pris en compte. Il peut être souhaitable de pondérer cette valeur avec une part normative dans le cas d'un écart important.

Pour des aéroports en caisse double ou hybride, la prime de risque sur dette est également différente entre le secteur régulé et non-régulé en raison des différences de risque entre activités. Si les activités étaient exploitées par deux sociétés séparées, ils auraient des « primes de dette » différentes.

2.19. Compte tenu de ce qui précède, est-il selon vous souhaitable de retenir, dans le cadre de la régulation des redevances aéroportuaires, une fourchette unique, par exemple les valeurs usuelles à date de mise en service des actifs aéroportuaires Greenfield situées entre 40 % et 60 %, voire une valeur unique, pour l'ensemble des périmètres régulés ? Si oui, selon vous quelle fourchette ou quelle valeur et pourquoi ? Autrement, quelles seraient la valeur minimale et la valeur maximale à retenir pour l'ensemble des activités régulées de chaque aéroport ? Pourquoi ?

L'aéroport doit démontrer qu'il essaie de se financer au moindre coût possible (donc dans les conditions actuelles, avec le plus de dette possible) à condition de ne pas affecter sa notation de crédit. Une notation « Investment Grade » devrait être la cible, en veillant de ne pas viser la note maximum. Le régulateur doit prendre en compte le fait que la notation de crédit sera affectée par la composition des activités de l'aéroport et le modèle de régulation (réseau/système, double caisse, activités hors aéroportuaires.)

Dans certains cas spécifiques, les aéroports bénéficient des crédits qui sont octroyés avec des conditions particulières (e.g. garantis par l'Etat.) Ceci devrait être pris en compte car ils impactent le niveau de notation de crédit.

Le régulateur peut aussi considérer les valeurs normatives utilisés par d'autres régulateurs en Europe.

2.20. Dans quelle mesure selon vous faudrait-il tenir compte de certaines des spécificités fiscales relatives à l'activité régulée ? Lesquelles et pourquoi ?

Nous rappelons que la formule « Hamada » doit être utilisée afin de rendre différents aéroports comparables au niveau fiscal.

Certains régulateurs utilisent le « Vanilla WACC » afin d'isoler les différents traitements au niveau de l'imposition. Ceci peut être particulièrement pertinent en Europe ou des régimes fiscaux différents affectent la déductibilité des intérêts (et donc le panier des comparables) mais aussi pour prendre en compte tous facteurs spécifiques qui pourraient influencer la fiscalité.