

VERSION NON-CONFIDENTIELLE

Réponse d'easyJet à la consultation publique de l'Autorité de Régulation des Transports sur la définition de la méthodologie des CMPC aéroportuaires

9 décembre 2019

- (1) Dans le cadre de la consultation publique de l'Autorité de Régulation des Transports (ART) émise le 8 novembre 2019 sur la définition de la méthodologie des CMPC aéroportuaires, easyJet souhaite faire part à l'Autorité de nos observations par rapport aux questions posées dans le document de consultation.
- (2) Comme le démontrent les nombreux contentieux devant le Conseil d'Etat portant sur les redevances aéroportuaires appliquées par les aéroports français, il est primordial que les redevances des aéroports en situation de monopole soient régies par un système de régulation économique assuré par une autorité de régulation indépendante pour garantir que les coûts des infrastructures sont fournis au meilleur rapport coût-efficacité. Cependant, la régulation des redevances aéroportuaires en France, notamment la limitation des pouvoirs de l'autorité de régulation imposée par le décret n° 2019-1016 du 3 octobre 2019, crée un contexte particulier où des aspects cruciaux dans la détermination des redevances – notamment les pouvoirs de fixer le périmètre de régulation et le système d'allocation des actifs et des coûts – sont désormais accordés à l'Etat.
- (3) Dans ce contexte, easyJet considère que la détermination du CMPC, qui souvent fait l'objet des controverses des experts, est un sujet d'autant plus important dans la fixation des redevances et salue les efforts de l'ART d'éclairer des réflexions et recueillir les contributions des parties prenantes.
- (4) Nos réponses sont ancrées sur les recommandations du Forum de Thessalonique des régulateurs des redevances aéroportuaires, qui se tient sous les auspices de la Commission européenne, sur l'estimation du CMPC. Ces recommandations ont été élaborées de façon indépendante et après concertation avec l'industrie aéronautique.

Question 1 - Objectifs visés : 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 ?

- (5) easyJet considère que l'objectif primordial de l'autorité de régulation est de garantir que les redevances des aéroports en situation de monopole soient régulées de façon à garantir que les coûts des infrastructures soient efficaces – puisque les contrats de régulation économique et l'homologation des redevances les accordent une garantie de revenu. Ces infrastructures doivent répondre aux attentes des passagers des différentes compagnies selon leurs modèles opérationnels, y compris en terme de qualité de service.
- (6) Compte tenu de ces fins réglementaires, il est donc important que le CMPC, qui vise à assurer une « juste rémunération » pour le gestionnaire de ces infrastructures, reflète le niveau de risque auquel un monopole des infrastructures pourrait faire face sans surcompenser ce risque.

- (7) Nous estimons que la pondération à accorder à chaque critère identifié par l'ART est la suivante :

Objectif	Critères d'évaluation	Pondération
Cohérence	Cohérence avec les pratiques et théories reconnues	5
	Applicabilité à l'ensemble des aéroports	5
	Fiabilité de la source des données	5
	Bonne anticipation des évolutions pendant la période régulée	5
	Pertinence anticipée de la méthode à long terme	5 ¹
Transparence	Documentation des données	5
Prédictibilité	Méthode explicite et vérifiable par les acteurs	5
	Stabilité de la méthode (formule)	5 ²
	Stabilité des résultats de la méthode (valeur)	4 ³

- (8) De plus, dans un souci de transparence, de cohérence et de prédictibilité, nous préconisons que la valeur et la méthode de calcul retenue pour chaque paramètre du CMPC doivent être cohérentes avec les CMPC retenus par des autorités de régulation dans d'autres secteurs régulés et/ou autres pays européens (« contrôle de bon sens »).

Question 2 - Comparaison du CMPC au ROCE : 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, qu'elle alternative proposez-vous ?

- (9) Bien que certains opérateurs, notamment Aéroports de Paris (ADP), comparent le CMPC au ROCE moyen sur la période du CRE, nous notons que le calcul du ROCE manque de précision et de transparence. Par exemple, peu d'informations sont fournies sur la méthode de calcul de la base d'actifs régulés servant au calcul du ROCE régulé, y compris l'application et le système d'allocation des actifs et des coûts. Il n'est pas clair par exemple dans quelle mesure sont amorties dans la BAR les installations qui ne sont pas encore disponibles. En effet, dans son dossier public de consultation pour le CRE 2021-2025, ADP affirme que les immobilisations en cours sont incluses dans la base d'actifs régulés au fur et à mesure de leur engagement (i.e. sans attendre leur mise en service)⁴.

¹ La pertinence à long terme et la stabilité de la méthode sont nécessaires afin de garantir la cohérence et la certitude réglementaire. Une marge d'appréciation doit être maintenue en cas où les taux retenus s'avèrent divergents de ceux observés sur le marché – voir nos réponses ci-dessous.

² *Ibid.*

³ La stabilité des résultats est très importante dans la mesure où elle ne conduit pas à la fixation des paramètres dans le long terme.

⁴ Voir page 105 du dossier de consultation, disponible sur <https://www.parisaeroport.fr/groupe/finances/relations-investisseurs/regulation>

- (10) On ne peut pas donc parler d'une « juste rémunération » en l'absence de ces informations.
- (11) De même, nous avons observé que les CMPC retenus dans les contrats de régulation économique des aéroports découlant des arbitrages politiques au lieu d'une fixation par un régulateur indépendant sont élevés. Nous notons par exemple le CMPC de 5,4% après impôts retenu pour le groupe ADP (et pas pour le périmètre régulé) pour le CRE 2016-2020 au lieu de la recommandation de 4,6% à 5% de la commission consultative aéroportuaire. Même en retenant ce niveau élevé, ADP a dégagé un ROCE supérieur au CMPC en 2018 et 2019 (5,7% et 5,6% respectivement) et le niveau du ROCE sera encore plus élevé en 2020 (5,8%) selon le dossier public de consultation pour le CRE 2021-2025⁵. [...]
- (12) Ainsi, bien que l'approche de comparer le ROCE le CMPC soit pertinente, en pratique le résultat est peu fiable.
- (13) Nous notons à cet égard la modification de l'article L. 6325-2 du code des transports par la loi « Pacte » qui prévoit que, dès lors que les tarifs des redevances aéroportuaires évoluent conformément aux conditions qui sont prévues dans un CRE, le niveau du coût moyen pondéré du capital, y compris en l'absence de stipulation expresse, ne peut, pendant la période couverte par le contrat, être remis en cause. easyJet préconise donc l'introduction d'un « mécanisme de restitution » aux compagnies aériennes de l'excédent à l'issue d'un CRE qui pourrait prendre la forme d'une réduction des redevances au début du CRE suivant. Ce mécanisme assurerait la « juste rémunération ».

Question 3 – *Cohérence des éléments de la proposition tarifaire : Quels sont les risques non quantifiables qu'il vous semble nécessaire de prendre en compte dans le CMPC ?*

- (14) Comme mentionné ci-dessus, les récentes modifications au code de l'aviation civile apportées par le décret du 3 octobre 2019 ont eu pour résultat la limitation des pouvoirs de l'autorité de régulation quant à des éléments primordiaux dans la fixation des redevances, notamment le périmètre de régulation et le système d'allocation des actifs et des coûts. Ce cadre réglementaire est favorable aux aéroports. Il est également important de noter que, dans un aéroport en caisse double, le profil de risque du périmètre régulé est différent et moindre que le périmètre non-régulé vu le caractère monopolistique des activités aéronautiques.
- (15) [...]
- (16) En outre, conformément au modèle MEDAF, il n'y a pas lieu de prendre en compte des « risques » tels que des « primes d'illiquidité », surtout si l'on considère la durée longue des concessions aéroportuaires.

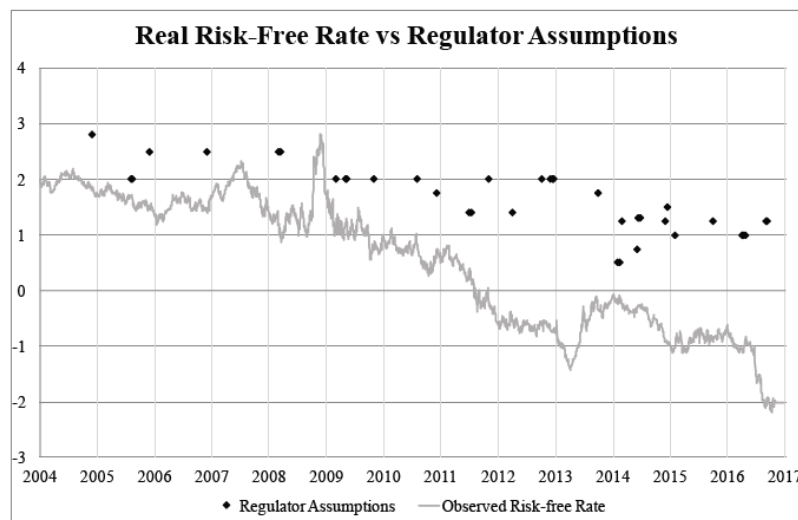
⁵ Voir page 138 du dossier public de consultation.

Question 4 – Période d'application : Dans quelle mesure, selon vous, la méthodologie de détermination du CMPC doit-elle être influencée par la durée de la période d'application ?

- (17) La durée de la période d'application – soit un CRE ou une homologation annuelle – est de nature à influencer la méthodologie de calcul des paramètres du CMPC, tels que le taux sans risque et le bêta, dans la mesure où elle implique une estimation de ces paramètres sur un horizon temporel. Nous exposons dans les questions suivantes comment la période d'application doit être prise en compte dans les méthodologies.

Question 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 ?

- (18) L'objectif de transparence nécessite que l'opérateur fournisse l'écart entre les paramètres imposés par la loi et retenus dans le CRE et ceux observés sur le marché et propres à l'opérateur. Ces écarts doivent faire l'objet d'une consultation annuelle avec les usagers et vérifiés éventuellement par l'ART.
- (19) L'Autorité de Supervision Indépendante des redevances aéroportuaires (ASI) avait en effet constaté dans sa décision du 11 janvier 2019 refusant d'homologuer la première proposition tarifaire d'ADP pour 2019 que l'évaluation des certains paramètres financiers, tels que le taux d'imposition, le taux de la dette et le taux sans risque conduirait à une diminution de ces taux par rapport au CMPC retenu dans le CRE 2016-2020⁶.
- (20) De plus, une étude indépendante produite par Wright, Burns, Mason et Pickford pour les autorités de régulation britannique (*UK Regulators' Network/UKRN*) souligne que pour certains paramètres comme le taux sans risque, les réductions appliquées par les régulateurs étaient plus conservatrices que les réductions importantes observées sur le marché.⁷



Source : Etude de Wright et al., page 33

⁶ Voir paragraphes 40-41 de la décision, disponible sur http://www.asi-aeroports.fr/IMG/pdf/decision_no_1810-d1_relative_aux_tarifs_2019_d_aeroports_de_paris.pdf

⁷ Disponible sur <https://www.ukrn.org.uk/wp-content/uploads/2018/11/2018-CoE-Study.pdf>

Question 6 - Horizon temporel historique, prédictibilité vs cohérence : 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 R_f et du R_m 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 ?

Question 7 - Horizon temporel historique, maturité de l'instrument de R_f : Dans une approche selon un horizon temporel historique, quelle maturité de l'instrument de R_f est selon vous souhaitable ? Pour quelles raisons ?

Question 8 – Horizon temporel prospectif, durée de la moyenne à court terme : 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 ?

Question 9 – Risque de marché, choix d'un horizon temporel historique ou prospectif : 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 ?

Question 10 – Risque de marché, alternatives : 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 ?

Question 11 – Marché de référence : Est-il selon vous préférable de retenir le marché national ou bien le marché européen et pourquoi ?

Question 12 – Instrument d'estimation du R_m : 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 ?

Question 13 – Instrument d'estimation du R_f : À l'aune de tout ce qui précède, suggèreriez-vous de retenir un autre instrument d'estimation du R_f ? Pour quelles raisons ?

Taux sans risque

- (21) La stabilité de la méthode de calcul du R_f et du R_m est nécessaire afin de garantir la cohérence et la certitude réglementaire. Une marge d'appréciation doit être néanmoins maintenue en cas où les taux retenus s'avèrent divergents de ceux observés sur le marché, comme soulevé par l'étude de Wright *et al.* mentionnée ci-dessus⁸.
- (22) En ce qui concerne le taux sans risque, nous soutenons, conformément aux recommandations du Forum de Thessalonique, l'utilisation des obligations OAT de 10 ans pour des aéroports

⁸ Voir pages 32-33 de l'étude: "As Figure 4.2 shows, while regulators have gradually lowered their risk-free rate assumptions over this period of unprecedentedly low risk-free rates, these reductions have been at a distinctly slower rate than the fall in market rates, leaving an increasingly large gap between what markets say is the return on risk-free assets, and what regulators assume."

français qui reflète un horizon d'investissement à long terme sur lequel se base le modèle MEDAF ainsi que leur liquidité par rapport aux autres maturités. Ceci doit comporter une analyse des taux historiques en excluant des périodes atypiques ou des événements exceptionnels (par exemple, les crises financières). Dans ce cas, les obligations allemandes « *Bund* » pourraient être utilisées au lieu des OAT français :

- a. Pour les homologations annuelles, le taux au comptant (« *spot rate* ») ou une moyenne annuelle des prix quotidiens ou mensuels peuvent être utilisés (comme stipulé par les recommandations du Forum de Thessalonique) ;
 - b. Pour les CRE, une moyenne de cinq ans des prix mensuels ou trimestriels peut être utilisée correspondant à la période de régulation.
- (23) L'utilisation des moyennes glissantes (« *rolling averages* ») pourrait réduire/supprimer la volatilité.
- (24) Des estimations prospectives pourraient servir comme outil de vérification par rapport aux estimations résultant d'une approche historique afin d'éviter des divergences importantes.

Prime de risque de marché

- (25) Les approches pour estimer le taux sans risque et le prime de risque de marché doivent être cohérentes. L'estimation du Rm doit être basée sur une analyse à long terme reflétant la durée d'investissements longue dans des actifs régulés. La *Competition Commission* au Royaume-Uni a démontré que le rendement attendu baisse plus la durée de détention augmente.⁹
- (26) Conformément aux recommandations du Forum de Thessalonique, la prime de risque doit donc être basée sur des données historiques provenant des marchés financiers. L'étude des données historiques la plus complète est celle de Dimson, Marsh et Staunton (DMS) qui contient des rendements historiques depuis 1900.
- (27) Etant donné que les aéroports sont des investissements à long terme, la moyenne géométrique reflète mieux l'horizon de l'investissement par rapport à la moyenne arithmétique.
- (28) En outre, afin d'assurer la cohérence avec le calcul du Rf sur la base des OAT français, le marché français est à privilégier, surtout si l'on considère les acteurs locaux et nationaux se trouvant dans l'actionnariat des aéroports français.
- (29) Les approches retenues par des régulateurs dans d'autres secteurs et pays européens peuvent être utilisées afin de vérifier la cohérence des estimations résultant des approches ci-dessus (« contrôle de bon sens »).
- (30) En revanche, l'utilisation d'une méthode prospective serait marquée d'un biais de subjectivité vu qu'il s'agit normalement de sources comme des sondages et des attentes d'analystes. En revanche, une approche historique est favorisée par les autorités de régulation en vue de sa stabilité, sa transparence et sa visibilité.

⁹ Competition Commission, *Bristol Water plc, water price limits determination*, 2010, Annex 5.

Question 14 – Modalités calculatoires du β_u : Quelle fréquence d'échantillonnage est selon vous pertinente pour chaque durée de période d'observation ? Faut-il, selon vous, appliquer un retraitement statistique de manière systématique ? Si oui, quel type de retraitement statistique est selon vous pertinent ?

- (31) Nous réitérons les recommandations du Forum de Thessalonique que la valeur du bêta doit être évaluée en tenant compte du risque réel supporté par l'aéroport dans la mesure où le risque de trafic est atténué par la résilience de la demande de transport aérien et le fait que l'aéroport est exposé à une concurrence faible.
- (32) Afin d'assurer la cohérence de l'estimation du bêta avec les autres paramètres, nous suggérons la fréquence d'échantillonnage suivante :
- a. Pour les homologations annuelles, des données quotidiennes, hebdomadaires ou mensuelles sur un horizon annuel ;
 - b. Pour les CRE, des données mensuelles ou trimestrielles sur un horizon de cinq ans correspondant à la période de régulation. Nous notons à cet égard la question posée dans l'étude de Wright *et al.* demandant si l'utilisation des données à haute fréquence (au quotidien ou hebdomadaires) peut refléter de façon fiable le risque systématique quand le calcul du bêta se fait sur un horizon plus long. Mason, Pickford et Wright soulignent que l'utilisation des données trimestrielles produit des résultats plus cohérents par rapport à l'utilisation des données quotidiennes ou hebdomadaires qui donnent lieu à des bêtas plus élevés.¹⁰
- (33) Comme pour les taux sans risque, des moyennes glissantes pourraient réduire la volatilité.
- (34) En ce qui concerne le retraitement statistique, il faut éviter l'utilisation des bêtas ajustés (« *Blume adjusted* ») par exemple par Bloomberg. Le retraitement statistique « *Blume* » ajuste le bêta des marchés par un facteur qui suggère que les betas tendent vers 1.00 en raison de la diversification des activités. Cet ajustement n'est pas pertinent dans la détermination du bêta des activités régulés qui ne se diversifient pas.
- (35) Par contre, la formule « *Hamada* », recommandée par le Forum de Thessalonique, doit être utilisée pour exclure les effets de la fiscalité et désendetter le bêta.

Since the beta parameter is a function of the financial structure, the level of debt of the airport managing body is taken into account using the Hamada formula:

$$\bullet \beta_l = \beta_u \cdot (1 + D/E \cdot (1 - T)) \quad (\text{equation (iii)})$$

Where:

- β_l stands for the levered beta of a given airport managing body,
- β_u its unlevered beta,
- E the value of equity,
- D the value of debt,
- T the corporate tax rate.

Source : *Recommandations du Forum de Thessalonique sur le calcul du CMPC*

¹⁰ Voir pages 51-53 de l'étude : "But there is a further, more basic issue relating to beta estimation. If regulators wish to estimate the CAPM-WACC appropriate to a relatively long horizon (say, 10 years), is it appropriate to estimate beta over such a short sample (often distinctly shorter than the horizon itself) and using high frequency (daily or weekly) data?" et "A further advantage of using a longer sample of data is that it makes it possible to estimate beta on lower frequency (up to quarterly) data (at which frequency the shifts in volatility and correlations are much less evident) and investigate whether this results in different estimates. Appendix G shows that on quarterly data, using all available data, results using all techniques are (as expected) much more consistent, and point to even lower estimates".

Question 15 – *Composition de l'échantillon de comparables : 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 ?*

Question 16 – *Pondération de la pertinence des comparables : 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 ?*

Choix de l'échantillon

- (36) Conformément aux recommandations du Forum de Thessalonique, l'échantillon pour le calcul du bêta doit comprendre les bêtas des aéroports comparables. La région géographique de l'échantillon devrait préférablement être limitée à l'Espace Economique Européen et la Suisse mais peut être élargi à des pays avec une économie comparable ou des autres secteurs pertinents tels que le secteur des infrastructures de transport.
- (37) Nous notons de plus que les lignes directrices de la Commission européenne sur les aides d'État aux aéroports et aux compagnies aériennes prévoient les critères suivants pour l'établissement des « aéroports de comparaison » appropriés :
- a. Volume de trafic
 - b. Type de trafic (voyages d'affaires, de loisirs ou vers des destinations étrangères), importance relative du fret et des recettes générées par les activités non aéronautiques du gestionnaire d'aéroport);
 - c. type et niveau des services aéroportuaires fournis;
 - d. présence d'une grande ville à proximité de l'aéroport;
 - e. l'importance relative des revenus non-aéronautiques
 - f. nombre d'habitants dans la zone d'attraction de l'aéroport;
 - g. prospérité de la zone avoisinante (PIB par habitant)¹¹.
- (38) L'échantillon doit donc comprendre des activités régulées des aéroports avec les mêmes caractéristiques que l'aéroport en question. Ces caractéristiques incluent le trafic, le système de caisse, la structure de l'actionariat, la liquidité, la disponibilité des données sur un horizon assez long, l'existence des réseaux des aéroports nationaux (par exemple, le réseau AENA qui gère les aéroports sur l'ensemble du territoire espagnol), le programme d'investissements, le cadre réglementaire et la présence d'une autorité de régulateur indépendante. Les aéroports hors Europe peuvent s'avérer moins comparables en raison de l'environnement réglementaire et politique. Les autres secteurs régulés pourraient également être utiles.
- (39) Nous notons à cet égard l'approche de Swiss Economics dans son rapport de septembre 2019 pour la *Commission for Aviation Regulation* sur l'estimation du CMPC de l'aéroport de Dublin de pondérer les comparateurs en fonction des critères comme la durée de la période de régulation, l'intervention de l'autorité de régulation et le système de caisse.¹²

¹¹ Voir paragraphe 60 des lignes directrices sur [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0404\(01\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0404(01)&from=EN)

¹² Voir page 45 du rapport sur <https://www.aviationreg.ie/fileupload/2019%20Determination/Final%20Determination/Cost%20of%20Capital%20for%202019%20Determination%20Final%20Report.pdf>

Table 19: Regulatory environment of comparator airports

Airport	Length of regulatory period	Involvement of regulator	Till approach	Price or revenue control	Within period adjustments for volume risk	Comparability with Dublin
Aena (Spain)	5 years	Approval of charges	Dual till	Price cap	No within-period adjustments	★★★★☆
Aéroports de Paris	5 years	Approval of charges	Hybrid till	Price cap	Adjustment factors linked to traffic, investments, operating costs etc.	★★★★☆
Aeroporti di Roma	5 years	Approval of charges	Dual till	Price cap	Annual tariff reviews resulting from verified progress on capex plans	★★★★☆
Auckland Airport	5 years	Monitoring	Dual till	Price cap	Adjustments when operating or capital expenditure resulting from airline-requested or unforeseen regulatory requirements	★★★★☆
Copenhagen Airport	Negotiated; max. 6 years	Regulator sets charges If no agreement b/w airport and airlines	Hybrid till	Revenue cap (if regulated)	Adjustments upon request if significant changes occur	☆☆☆☆☆
Fraport (Frankfurt)	Operator discretion	Approval of charges	Operator discretion Dual till in the past	Price cap	Operator can initiate consultation on new charges at own discretion	★★★★☆
London Gatwick Airport	7 years	Monitoring	Single till	Price cap	n/a	★★★★☆
London Heathrow Airport	5 years	Regulator sets charges	Single till	Price cap	Adjustments only for increases in security costs	★★★★★
Sydney Airport	Annual	Monitoring	Dual till	Price cap	n/a	☆☆☆☆☆
TAV (Turkey)	Annual	Regulator sets charges	n/a	Price cap	n/a	★★★★☆
Vienna Airport	Annual	Regulator sets charges	Dual till	Price cap	Adjustments possible but should not result in additional revenues	★★★★☆
Zurich Airport	Negotiated; max. 4 years	If no agreement b/w airport and airlines; regulator sets charges	Hybrid till	Price cap	Adjustments under exceptional circumstances affecting costs	☆☆☆☆☆

Note: At Copenhagen and Zurich airports, regulators only step in if bilateral agreements between the airport and airlines fail.

Source: Swiss Economics based on annual reports, regulatory reports, and legal texts.

Source : Etude du cabinet Swiss Economics pour la Commission for Aviation Regulation sur le CMPC de l'aéroport de Dublin, septembre 2019

Désagrégation du bêta régulé

- (40) Comme évoqué ci-dessus, dans un aéroport en caisse double, le profil de risque du périmètre régulé est différent et moindre que le périmètre non-régulé étant donné le caractère monopolistique des activités aéronautiques. Cette réalité a déjà été reconnue par l'ASI dans ses décisions, y compris sa décision du 11 janvier 2019 refusant d'homologuer la première proposition tarifaire d'ADP pour 2019¹³. Le risque des activités hors du périmètre régulé, telles que les activités commerciales, immobilières et internationales présentent de caractéristiques de risque différentes et plus élevées de celles des activités régulées.
- (41) Dans un aéroport en caisse unique, les activités immobilières situées hors du site aéroportuaire et les activités internationales devraient être retirées de l'échantillon puisqu'elles ne sont pas liées au trafic aérien.
- (42) Afin d'établir un échantillon d'activités comparables au périmètre régulé de l'aéroport en question, il faut donc désagréger le bêta pour isoler le risque lié au périmètre régulé. Ceci peut

¹³ Voir paragraphe 43 de la décision du 11 janvier 2019.

être fait en identifiant des bêtas des comparateurs pour les activités non-régulés qui peuvent être pondérés en fonction de la proportion du chiffre d'affaires ou des actifs de l'aéroport correspondant à chaque type d'activité :

- a. Soit en utilisant des bêtas des compagnies comparables à chaque activité, par exemple des entreprises de l'indice CAC40 pour les activités non-régulées¹⁴
- b. Soit en utilisant des bêtas sectoriels du Professeur Damodaran pour l'Europe pour chaque activité, comme les activités de commerce et d'immobilier¹⁵

Indice

- (43) Conformément aux recommandations du Forum de Thessalonique, le portefeuille de marché utilisé pour l'estimation du bêta doit être l'indice national de l'Etat où se situe l'aéroport. Ceci serait cohérent avec l'estimation du Rf sur la base des OAT français et la prime de risque de marché, surtout si l'on considère les acteurs locaux et nationaux se trouvant dans l'actionnariat des aéroports français.
- (44) Enfin, les bêtas utilisés doivent être vérifiés par rapport à ceux retenus par des régulateurs dans d'autres secteurs régulés et/ou pays européens afin d'éviter des divergences importantes

Question 17 – Valeur du β_u : *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 ?*

- (45) Dans l'étude de Wright *et al.*, Mason, Pickford et Wright soulignent que l'utilisation des données à long terme pour l'estimation des bêtas à fréquence basse (données trimestrielles) est à privilégier puisque la hausse observée sur les données à haute fréquence (données quotidiennes) serait vraisemblablement inversée. Les bêtas des fonds propres (*equity beta*) résultant de cette approche seraient de l'ordre de 0.3-0.5 pour des entreprises régulées britanniques¹⁶.

Question 18 – Coût de la dette : *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 ?*

- (46) Le coût de la dette doit être estimé dans le contexte des comparateurs, notamment le coût de la dette pour des infrastructures de service et pas des entreprises en concurrence. Ceci est pour garantir que le coût de la dette est celui d'un opérateur efficace dans la recherche du financement efficace.

¹⁴ [...]

¹⁵ [...]

¹⁶ Voir page 9 de l'étude: "MPW believe that the relatively high values of equity beta assumed in certain recent price controls (for example, the values of 0.8 and 0.9 chosen by Ofwat and Ofgem respectively) are inconsistent with econometric evidence. In Appendix G, Stephen Wright and Donald Robertson point to strong evidence that the recent rise in daily beta estimates is temporary, and likely to be reversed. They argue for estimation on longer-term data and at lower frequencies (which they argue provide evidence more relevant to the long horizons used by regulators), which results in distinctly lower equity beta estimates. These are in the range 0.3-0.5, for the only two pure-play UK regulated companies that are currently listed: distinctly lower than values assumed in recent price controls. While these results are preliminary, MPW argue that regulators should take very seriously the implications of lower values of equity betas, and hence asset betas."

- (47) Conformément aux recommandations du Forum de Thessalonique, les « *spreads* » doivent être plafonnées en tenant compte de la notation de l'opérateur.
- (48) La dette historique peut être examinée en parallèle des financements récents effectués par le gestionnaire. L'accès des aéroports appartenant à l'Etat à des dettes garanties par l'Etat qui bénéficient d'un coût de la dette réduite doit également être considéré. Cependant, la prise en compte de la dette historique sur une période longue dans le contexte d'un CRE doit être traitée de façon prudente étant donné les différences importantes qui pourraient s'avérer entre le coût de la dette durant cette période. Par exemple, ADP a estimé un coût de la dette à 4,35% avant impôts dans son dossier public de consultation pour le CRE 2016-2020 sur la base d'un taux historique de 5 ans, ce que nous avons contesté à l'époque comme surévalué. Une analyse des comptes consolidés d'ADP en 2018 démontre que ce coût avait diminué à 2,70%.¹⁷

Question 19 – Levier financier : *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 ?*

- (49) Conformément au Forum de Thessalonique, nous soutenons que l'utilisation d'un levier théorique-cible est à privilégier afin de refléter le coût de financement d'un opérateur efficace.
- (50) Cette structure théorique devrait être estimée à partir d'éléments provenant du marché, des autres décisions des autorités de régulation sur la structure théorique appropriée à des aéroports régulés et un endettement soutenable à long terme. Cependant, le levier de 30% normalement retenu pour des aéroports français nous paraît bas étant donné le coût de la dette bas. Une fourchette de 40% à 60% nous paraît acceptable. Ce levier prenait en compte les financements nécessaires à la croissance de la base d'actifs régulés prévue pour certains aéroports, par exemple le doublement de la BAR prévue par Aéroports de Paris lors du CRE 2021-2025, sans augmenter leur exposition financière.

Question 20 – Taux d'imposition : *Dans quelle mesure selon vous faudrait-il tenir compte de certaines des spécificités fiscales relatives à l'activité régulée ? Lesquelles et pourquoi ?*

- (51) Nous rappelons que la formule « *Hamada* » doit être utilisée afin d'exclure les effets de la fiscalité.
- (52) Le niveau du taux d'IS utilisé doit également refléter les dispositions fiscales en vigueur et les changements éventuels adoptés dans les lois de finances afin de garantir la fiabilité du résultat opérationnel et du ROCE du périmètre régulé.

¹⁷ Moyenne pondérée des émissions d'emprunts obligatoires selon les comptes consolidés d'ADP au 30/06/2018.