



## REPONSE DU SCARA A LA CONSULTATION PUBLIQUE DEFINITION DE LA METHODOLOGIE DE DETERMINATION DES CMPC AEROPORTAIRES

### *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 ?*

*Les indicateurs proposés sont de nature à éclairer les décisions de l'Autorité, leur pondération devrait donc se situer entre 3 et 4 ; toutefois leur valeur pratique doit être appréciée au regard de leur insuffisance relativement à l'objectif visé.*

#### *a) Cohérence avec les pratiques et théories reconnues : pondération 2*

*Pratiques et théories ne sont pas exemptes d'erreurs ou d'approximations. Si elles restent une référence incontournable leur application doit s'adapter aux circonstances qui entourent chaque cas d'espèce. S'agissant du modèle Medaf qui doit guider le calcul du CMPC il convient de rappeler qu'il est utilisé pour un marché efficient, situation que la position monopolistique d'un aéroport n'est pas à même de refléter. La loi faisant explicitement référence au modèle Medaf, il semble difficile de s'en écarter mais il convient d'en adapter la valeur opératoire.*

#### *b) Applicabilité à l'ensemble des aéroports : pondération 2*

*Dans la foulée du développement précédent il serait inconséquent d'appliquer le modèle de référence à l'ensemble des aéroports. Au surplus ledit modèle ne*

*s'applique que sur un marché coté où les titres sont aisément cessibles, ce qui conceptuellement exclut la totalité des aéroports français hormis ADP.*

*c) Fiabilité de la source des données : pondération 1*

*Le modèle de référence s'appuie sur des données de marché  $(R_m, R_f)$  et des données qui ressortissent à l'entreprise sous examen (taux d'endettement, gearing, Béta). Les premières font l'objet de publications périodiques et variées, officielles ou libres qui en général s'accordent ce qui constitue a priori un gage de fiabilité. Pour les secondes la confiance à leur accorder est plus sujette à caution. Le niveau d'endettement comme le coût de leur dette relève de l'entreprise. Ces données ne doivent pas être établies à date fixe mais ont valeur à s'appliquer sur une période, un an dans le meilleur des cas ou 5 ans dans le pire des cas. Il ne peut s'agir que de moyennes avec toutes les imperfections qui leur sont attachées. De plus il y a un caractère prévisionnel qui laisse la plus grande latitude à l'entreprise d'en manipuler les effets. Exemple : ne pas prévoir l'endettement lors de l'examen de l'homologation d'un contrat de régulation économique (CRE), ce qui générera un CMPC plus élevé et y recourir après coup. Alors que ce critère de fiabilité des sources devrait se situer au haut de l'échelle les plus grandes réserves sont de mises s'agissant des données émanant de l'entreprise et conduisent à en affaiblir la valeur opératoire. Ce point loin d'être mineur est aggravé par l'absence du coefficient Béta pour la plupart des aéroports dont la détermination renvoie à des situations similaires qui malheureusement sont toujours insatisfaisantes.*

*d) Bonne anticipation des évolutions pendant la période régulée : pondération 1*

*Cette question trouve sa réponse dans le développement précédent. Dès lors que la fiabilité des données servant à la détermination du CMPC est sujette à caution il paraîtrait inconséquent d'en tirer des conclusions définitives pour l'avenir*

*e) Pertinence anticipée de la méthode à long terme : pondération 1*

*Là encore les conclusions que l'on peut tirer de l'application d'une méthode sont conditionnées par ses déterminants.*

*f) Documentation des données : pondération 1*

*Les propos tenus sur la fiabilité trouvent un écho dans leur transparence. Quelle confiance faut-il accorder à des données dont la fiabilité de l'émetteur peut être légitimement mise en doute ?*

*g) Méthode explicite et vérifiable par les acteurs : pondération 2*

*La vérification par les acteurs fait hélas défaut*

*h) Stabilité de la méthode (formule) : pondération 3*

*A défaut d'être un gage de qualité (compte tenu de ses imperfections) la stabilité de la méthode peut être une relative caution contre les manipulations ou les effets d'aubaine.*

*i) Stabilité des résultats de la méthode (valeur) : pondération 1.*

*C'est le moins que l'on puisse espérer d'une méthode. Or comme cela a été souligné précédemment les valeurs paramétriques insérées dans la méthode lors de l'homologation ne seront pas celles qui seront constatées ex post sur la période. Dès lors la stabilité des résultats de la méthode relève du vœu pieux.*

*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, quelle alternative proposez-vous ?*

*Les incertitudes qui entourent la détermination des valeurs paramétriques a fortiori lorsqu'elles servent à fixer le CMPC sur une période de 5 ans enlèvent toute pertinence à l'alignement du ROCE sur le CMPC.*

*Un calcul annuel fondé sur des valeurs paramétriques fixées au plus près de la période d'application serait de nature à mieux refléter la réalité.*

*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 ?*

*Le risque non quantifiable non pris en compte dans le calcul du CMPC est le risque de surestimation du CPMC. Le coefficient Béta devrait être systématiquement abattu de 50% afin de resituer l'entreprise aéroportuaire dans son univers monopolistique qui le protège des attaques concurrentielles. Ces dernières représentent sur un marché ouvert le plus grand risque. Au surplus l'entreprise aéroportuaire délivre un service public qui n'a aucun substitut qui pourrait diminuer sa position monopolistique.*

*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 ?*

*Une fois encore les risques d'approximations qui sont inhérents à la détermination des valeurs paramétriques et partant du CMPC conduisent à la prudence quant à la fixation d'un CMPC sur une longue période. Pour corriger ces approximations il conviendrait de*

*plafonner la valeur du CMPC ou soumettre toute distribution de dividende à une autorisation de l'Autorité qui en limiterait le montant à 50% de la rémunération des capitaux propres inclus dans le CMPC.... Certes un tel mécanisme heurterait la souveraineté de l'actionnaire mais serait la juste contrepartie à la garantie qui lui est octroyée au travers de l'équation qui fixe le ROCE, et donc le montant des redevances, en fonction du CMPC.*

*L'idée d'une juste rémunération des capitaux investis renvoie à la notion d'équité. Cette dernière ne peut être perçue comme la seule protection de l'investisseur mais intégrer les intérêts de la collectivité des passagers et des compagnies qui en fin de compte auront à payer les dividendes perçus par les investisseurs. C'est ce à quoi le CMPC devrait aboutir, mais sur longue période (comme le libellé de la question le laisse entendre) le doute est permis et un mécanisme protecteur pour les 2 parties devrait être institué.*

***Question 5 – Données financières publiées par l'opérateur dans le cadre d'un CRE*** 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 ?

*La question posée confirme que les profils financiers des aéroports ne peuvent être réduits à un modèle unique par nature simplificateur. Il est tout à fait concevable que les écarts entre paramètres puissent être présentés et justifiés. Leur prise en compte ou à tout le moins leur influence sur la prise de décision devrait être limités aux écarts non consécutifs à des erreurs de gestion manifestes. (ex emprunt en devises ne faisant pas l'objet d'une couverture).*

***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 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 ?

*L'élaboration d'une méthode participe d'un exercice laborieux où de nombreux points de vue sur les diverses modalités de la méthode entrent en conflit selon la position défendue ou selon l'opportunité que chacun peut y trouver. Hormis le cas d'erreur manifeste qui vicierait le résultat attendu il ne paraît pas souhaitable de rouvrir des débats qui auront été arbitrés par l'Autorité sauf pour cette dernière à motiver sa position.*

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

*Les investissements dans les aéroports sont des décisions qui engagent les investisseurs sur le moyen/long terme. Dès lors le CMPC applicable aux aéroports régulés doit refléter cet horizon. En conséquence un taux à 10 ans (pour le Rf) devrait être retenu.*

**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 ?*

*Le développement qui précède l'énoncé de la question 8 conclut à l'utilisation de données prospectives à très court ou court terme pour appréhender la valeur des paramètres Rf et Rm dans une optique prospective à l'exclusion de données à moyen ou long terme compte tenu de la volatilité ou des biais qui les caractérisent .*

*Cette conclusion est pertinente. Quant à savoir quelle est la durée de la moyenne à retenir dans le cadre d'une homologation annuelle ou d'un CRE la réponse la plus immédiate ( qui se fonde sur le bon sens ou à tout le moins sur le fait qu'il existe une continuité entre le futur proche et le passé le plus récent) consisterait à établir un rapport de proportionnalité entre les deux horizons à savoir 1 an pour la moyenne se référant au CRE et 365/5 jours pour celle relative à l'homologation considérant que pour le CRE une période d'un an est adaptée.*

**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 ?*

*L'idée d'une approche mixte n'est pas à exclure en privilégiant toutefois l'approche prospective*

*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 ?*

*Existe-t-il d'autres méthodes que l'approche historique ou prospective fondée sur des moyennes de données constatées ou prévisionnelles pour appréhender les paramètres  $R_f$  et  $R_m$  dans le cadre de la détermination du CMPC ? Au-delà des approches classiques avec toutes les limites qui s'y attachent, l'innovation en la matière ne serait pas de nature à établir un consensus et il semble pas opportun d'ajouter des difficultés à un problème déjà suffisamment complexe. On peut aussi envisager de plafonner la valeur  $R_m - R_f$  à 5 ou 6 % pour tenir compte de la situation privilégiée des aéroports.*

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

*Inclure dans le le champ de référence des marchés comparables (France et Allemagne) au regard des 2 paramètres  $R_f$  et  $R_m$  permettrait d'en approfondir leur valeur normative .Toutefois le paramètre  $R_f$  pourrait poser un léger problème eu égard à l'écart entre pays retenus qui est aujourd'hui constaté ..Retenir une moyenne pondérée sur la base des PIB respectifs pourrait être une solution.*

*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 ?*

*Les deux indices dont il est fait état sont plutôt bien représentatifs des performances du marché des actifs financiers que constituent les actions des sociétés cotées et répondent en tous points aux critères qui forge leur qualité :représentativité ,transparence ,fréquence de publication .Des indices moins grand public seraient*

*dépourvus de ces qualités*

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

*Le paramètre Rf est généralement mesuré par le rendement des OAT adapté à l'horizon de l'investisseur. Il est admis à tort ou à raison que l'Etat ne présente aucun risque. L'histoire financière récente de certains pays permet d'en douter. Ce concept de placement sans risque est sans nul doute erroné. Si le remboursement en capital n'est pas à craindre, l'investisseur doit s'inquiéter d'un changement de taux. Néanmoins en France et certainement en Allemagne il représente le placement le plus assuré de par la signature de l'Etat.*

*Il n'est pas recommandé de changer l'instrument permettant d'estimer le paramètre Rf.*

**Question 14 – Modalités calculatoires du  $\beta$**  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 ?

*Des fréquences hebdomadaires et mensuelles respectivement pour une homologation tarifaire et pour un CRE semblent adaptées au problème posé.*

*Comme pour toute étude statistique un retraitement est envisageable pour éliminer les valeurs qui résulteraient de phénomènes ponctuels, éphémères ou spéculatifs etc. Les évolutions des cours qui seraient étrangères à la seule croissance / décroissance des résultats intrinsèques des entreprises devraient être retraités.*

*Remarque : En tout état de cause, le  $\beta$  de la caisse régulée doit être inférieur à celui de l'aéroport.*

**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 ?

*Comme le laisse entendre le développement qui précède la question n°15 l'appréhension*



*du paramètre Béta à partir des comparables se heurtent à des difficultés si ce n'est une impossibilité tant il est difficile d'élaborer un échantillon d'entreprise comparables. Deux objets sont comparables s'ils présentent des caractéristiques communes d'une part et voisines en termes de grandeur d'autre part. Le seul point commun des entreprises aéroportuaires (c'est une évidence) est de recevoir des avions. En revanche la taille, la localisation, les activités complémentaires qu'elles développent, la structure de leur financement, le fait d'être coté, la part de l'Etat dans le capital et les modalités de la régulation sont autant de facteurs de différenciation qui rendent inopérant toute comparaison.*

*La suggestion consistant à retraiter le périmètre non régulé des comparables est une idée louable mais qui se heurte à une difficulté dans sa réalisation tant les activités d'un aéroport sont entremêlées et que les découpages à réaliser en termes d'allocation d'actif sont sujet à caution. Le Ministère des transport a mis plus d'un an à se décider pour auditer l'affectation des actifs d'ADP entre le périmètre régulé et les activités non régulées et les conclusions du cabinet Mazars missionné à cet effet n'apportent pas de réponses claires. Réaliser des missions similaires sur Schiphol ou Francfort ou tout autre aéroport ne semble pas réaliste.*

*Intégrer dans l'échantillon des comparables des entreprises qui n'auraient pas ce seul point commun (recevoir des avion) au motif qu'elles relèvent d'une activité régulée c'est ajouter des difficultés à celles soulignée au paragraphe précédent.*

*Existe-t-il des secteurs d'activité représentatifs de l'activité aéroportuaire en termes de taille, de localisation de cycle d'investissement ? Prise à la lettre, la réponse à la question est non. En revanche il existe des entreprises qui accueillent des moyens de transport, des passagers et du fret et qui utilisent des infrastructures lourdes. C'est la fonction des ports maritimes et des gares ferroviaires. L'économie qui structure ces entreprises n'en est pas pour autant comparable aux aéroports. S'il est un critère qui récuse tout rapprochement c'est l'aspect social qui est plus apaisé dans les 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 ?*

*La liste des facteurs pouvant influencer le degré d'exposition au risque systématique pourrait être complétée par la limitation de l'activité aéroportuaire de nature réglementaire (slots, couvre feu, restrictions d'exploitation).*

*La suggestion visant à constituer un échantillon d'aéroports jugés comparables en pondérant leur poids constitue une solution envisageable mais reste un pis-aller tant les degrés de comparabilité des critères à retenir peuvent varier.*

*En tout état de cause La pondération des différents facteurs pour chacun des aéroports*



*nécessite une étude que le SCARA n'est pas en mesure de réaliser faute de disposer des matériaux nécessaires.*

*Question 17 – Valeur du Bu 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 ?*

*Une fourchette unique pour l'ensemble du secteur n'est pas souhaitable sauf à considérer que les aéroports sont des éléments constitutifs d'un même ensemble et épousent toutes les caractéristiques de cet ensemble, ce qui n'est pas le cas. S'il devait y avoir une valeur maximale, celle-ci ne devrait pas dépasser 0.5., après abattement comme suggéré en réponse à la question 3. Il convient de replacer les aéroports dans leur cadre opérationnel et juridique qui les protège de la concurrence et leur assure par l'homologation des redevances une garantie de rémunération de leur investissement.*

*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 ?*

*Dés lors que l'entreprise porte des dettes négociées préalablement à la période d'homologation ou du CRE et que les opérations de refinancement n'aboutissent pas toujours à une réduction des taux, il est légitime d'en retenir la charge financière au travers d'un coût moyen pondéré apte à traduire le coût combiné de la dette historique et de la dette future.*

*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 ?*

*La fixation d'une fourchette comprise entre 40% et 60% pour le levier financier n'est pas de nature à obérer le résultat.*

*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 ?*

*De fait il peut exister des différences notables entre le taux normatif de l'impôt sur les sociétés et le taux supporté in fine compte tenu des possibilités d'optimisation fiscale offerte au groupe de sociétés. Dès lors qu'il n'est pas établi que l'activité aéroportuaire régulée absorbe/compense des bases fiscales déficitaires il paraît difficile d'en estimer l'avantage retiré. Certains aéroports ont rappelé à maintes reprises que les COCOECO n'étaient pas des réunions de conseil d'administration ; il serait intéressant de recueillir leur opinion sur ce sujet, qui touche à leur « jardin secret ».*

*Remarque : ce point rejoint la problématique de la caisse commune. S'il est admis que l'activité régulée puisse bénéficier d'un avantage fiscal généré par une activité connexe, il devrait être logiquement accepté que ladite activité régulée puisse bénéficier des marges des activités commerciales.*