

**Avis et décision n° 2012-016 du 11 juillet 2012
relatifs au coût d'immobilisation du capital employé
pour l'établissement des redevances des prestations régulées dans les gares de
voyageurs pour l'horaire de service 2014**

L'Autorité de régulation des activités ferroviaires,

Vu la directive 2001/14/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 février 2001 modifiée concernant la répartition des capacités d'infrastructure ferroviaire et la tarification de l'infrastructure ferroviaire ;

Vu le code des transports ;

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

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

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

Vu la décision n° 2011-018 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 19 octobre 2011 relative à la tenue de comptes séparés de l'activité de gestion des gares de la SNCF ;

Vu l'avis n°2011-002 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 2 février 2011 relatif au document de référence du réseau ferré national pour 2012 ;

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

Vu l'avis n°2012-005 de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires du 25 janvier 2012 relatif au document du réseau ferré national pour l'horaire de service 2013 ;

Vu la lettre du 1^{er} mars 2012 adressée par la directrice générale de Gares & Connexions ;

Vu la lettre du 15 mars 2012 adressée par le président de RFF ;

Vu les éléments complémentaires reçus de la part de Gares & Connexions et de RFF les 14 et 23 mai 2012 ;

Vu les vingt contributions reçues dans le cadre de la consultation publique ouverte par l'Autorité du 7 au 29 juin 2012 ;

Après en avoir délibéré le 11 juillet 2012,

I. Saisine de l'Autorité

I.1 L'article 13-1 du décret n°2003-194, modifié par le décret n° 2012-70 du 20 janvier 2012 relatif aux gares de voyageurs et aux autres infrastructures de services du réseau ferroviaire, dispose que les charges prises en compte dans le calcul des redevances acquittées pour l'utilisation des gares de voyageurs 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.* »

I.2 Le même article impose à la SNCF et à RFF de soumettre pour avis à l'Autorité de régulation des activités ferroviaires « *les projets de décisions relatives à la fixation du coût d'immobilisation du capital* » préalablement à leur adoption.

I.3 C'est dans ce cadre que l'Autorité a été saisie pour avis sur les projets de décisions relatifs au coût d'immobilisation du capital à retenir pour le calcul des redevances des prestations régulées en gare de voyageurs pour l'horaire de service 2014 :

- par courrier de la directrice générale de la branche Gares & Connexions de la SNCF daté du 1^{er} mars 2012 ;
- par courrier du président de RFF daté du 15 mars 2012.

I.4 Le présent avis ne porte pas sur les prestations non régulées offertes en gares. En particulier, il n'a pas pour objet de se prononcer sur la rentabilité à attendre des commerces et locations d'espaces non régulés en gare.

I.5 Le coût d'immobilisation des capitaux est un élément fondamental de la régulation du modèle économique des gares de voyageurs en lien avec :

- les autres éléments constitutifs de la tarification des gares de voyageurs qui feront l'objet d'un examen ultérieur de l'Autorité dans le cadre des avis qu'elle émettra sur les documents de référence des gares et sur les documents de référence du réseau concernant les années 2014 et suivantes ;
- le programme d'investissement des gares ;
- les objectifs de productivité de l'activité gares (prestations régulées).

I.6 Les contributions à la consultation publique soulignent que la régulation de ce modèle économique doit permettre de trouver un bon arbitrage entre, d'une part, ce qui est demandé aux entreprises ferroviaires et aux collectivités et, d'autre part, le niveau d'investissement souhaitable,.

I.7 Aussi l'Autorité a-t-elle analysé les propositions de Gares & Connexions et de RFF, non du point de vue de l'actionnaire, mais de celui du régulateur soucieux, comme l'y invite l'article L.2131-4 du code des transports, de trouver un équilibre entre:

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

I.8 Par ailleurs, en application des dispositions de l'article L. 2133-4 du code des transports, il appartient à l'Autorité de régulation des activités ferroviaires d'approuver les principes régissant les relations financières entre les activités comptablement séparées, en particulier entre la branche Gares & Connexions et les autres branches de la SNCF, notamment de SNCF Voyages et de SNCF Proximités.

I.9 Or, le principal flux financier entre Gares & Connexions et ces deux branches est constitué par les redevances versées par ces deux dernières à Gares & Connexions au titre de son activité de gestion des gares. Dans cette mesure, les principes qui président à la détermination du montant des redevances, laquelle fait intervenir l'évaluation du coût d'immobilisation du capital, doivent être regardés comme relevant du périmètre des relations financières entre activités comptablement séparées, qui doivent faire l'objet d'une approbation par l'Autorité.

II. Analyse de l'Autorité

1. Sur le cadre général

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

- a) l'ensemble des coûts d'entretien et d'exploitation ;
- b) une rémunération de l'utilisation des actifs prenant en compte :
 - le financement de la dotation aux amortissements des investissements, y compris les investissements de renouvellement et de mise aux normes, nets des subventions reçues ;
 - le coût des capitaux engagés correspondant aux charges d'emprunt et frais financiers y afférents et au coût d'immobilisation du capital pour la partie autofinancée, nécessaire au financement pérenne des investissements.

II.2 Le périmètre des charges prévisionnelles prises en compte pour le calcul des redevances est établi annuellement par Gares & Connexions et correspond à des prévisions de l'année N + 2. De même, le coût des capitaux engagés intervenant dans le calcul des redevances d'accès en gare pour 2014 est calculé par l'application d'un taux de rémunération à la base des actifs comptables, projetée, nette des subventions d'investissement reçues.

II.3 Ainsi qu'elle l'avait déjà exprimé dans son avis n°2011-014 du 15 juin 2011 sur le projet de décret relatif aux gares de voyageurs et aux autres infrastructures de services, l'Autorité

considère que ce cadre annuel n'est pas satisfaisant et qu'il convient d'évoluer vers une régulation pluriannuelle, par le biais de contrats de performance incitant véritablement les gestionnaires d'infrastructures de services à des efforts de productivité. Cet objectif a été souligné par plusieurs acteurs lors de la consultation publique.

II.4 Selon les données fournies à l'Autorité, le coût des capitaux engagés représenterait, pour la future tarification 2014, une charge prévisionnelle de l'ordre de 79 M€ pour le périmètre Gares & Connexions (environ 12% du montant des redevances d'accès en gare versées par les transporteurs) et de l'ordre de 17 M€ pour le périmètre RFF (environ 16% du montant des redevances transporteurs).

II.5 Le cadre réglementaire ne préconise pas, contrairement à d'autres secteurs régulés, de méthode particulière pour l'évaluation des taux de rémunération des capitaux. Néanmoins, ce taux est usuellement calculé comme la somme d'un taux sans risque et d'un taux représentant le risque spécifique associé au secteur d'activité concerné.

II.6 En effet, dans une entreprise, le « coût des capitaux engagés », ou « coût moyen pondéré du capital » (CMPC), correspond à la rentabilité minimale de ses activités, permettant d'assurer aux apporteurs de fonds (créanciers et actionnaires) le retour attendu de leur investissement.

II.7 Le CMPC doit ainsi permettre de couvrir le coût de la ressource financière et apparaît donc comme le seuil minimal de rentabilité permettant de justifier l'engagement d'un investissement.

II.8 En son sein, le coût d'immobilisation des fonds propres doit offrir non seulement une rémunération au moins équivalente à celle d'un placement sans risque mais également couvrir les risques encourus. Cette exigence correspond à l'attente des investisseurs qui demandent une rentabilité plus ou moins importante selon le risque qu'ils associent au projet, au secteur économique, au pays dans lequel ce projet est envisagé. Ils ne s'engagent sur un projet que si la rentabilité attendue leur paraît suffisante pour couvrir le risque pris.

II.9 Dans un monde où les ressources sont rares, le décideur public, comme le décideur privé, mais dans des situations différentes, est amené à tenir compte des incertitudes en analysant les risques des projets et en les intégrant dans ses calculs économiques. Ainsi, l'Autorité estime que la rémunération des capitaux engagés est justifiée et qu'il est nécessaire d'y intégrer une prime de risque liée aux aléas qui peuvent affecter les résultats des activités en gare.

2. Le calcul selon la méthode MEDAF de la prime de risque sectorielle n'est pas adapté aux gares de voyageurs

II.10 Gares & Connexions et RFF ont fondé leurs propositions respectives sur le « modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) », largement utilisé dans le secteur privé. Malgré les limites qui lui sont reconnues, ce modèle s'est imposé par sa relative simplicité comme un standard d'évaluation notamment pour les entreprises cotées.

II.11 Le modèle MEDAF évalue le coût d'opportunité des fonds propres comme le rendement d'un placement sans risque augmenté d'une prime de risque individuelle. Le cœur du modèle est dans la détermination de cette prime. Elle est calculée en multipliant le risque systématique associé à l'entreprise (β), par la prime de risque globale observée sur le marché des actions. Le β est déterminé à partir du calcul des β d'un échantillon d'entreprises cotées en bourse du même secteur d'activité.

II.12 Le modèle MEDAF permet ainsi de calculer le CMPC :

$$\text{CMPC}_{\text{avant impôt}} = (1 - \text{Taux d'endettement}) \times K_{\text{FP}} / (1 - \text{TIS}) + \text{Taux d'endettement} \times K_{\text{D}}$$

$$K_{\text{FP}} = R_0 + \beta \times R_{\text{M}}$$

avec : K_{FP} : taux de rémunération des fonds propres
 K_{D} : taux de rémunération de la dette
TIS : taux d'imposition sur les sociétés
 R_0 : taux sans risque
 R_{M} : prime de risque du marché des actions

II.13 Dans l'application qu'ils font du modèle MEDAF, Gares & Connexions et RFF proposent de retenir les valeurs suivantes :

| | Gares & Connexions | RFF |
|---|---------------------------|---|
| Rémunération de la dette avant IS | 5,0% | 3,8% |
| Rémunération des fonds propres avant IS | 11,7% | 10,9% |
| soit une rémunération des fonds propres après IS de | 7,7% | 9,4% |
| = <i>taux sans risque</i> | 2,9% | 3,4% |
| + <i>prime de risque</i> | 4,8% | 6,0% |
| où | | |
| <i>prime de risque</i> = <i>risque de marché</i> | 6,0% | 6,0% |
| x β réendetté de l'actif économique | 0,74 | 1,0 |
| + <i>risque spécifique</i> | 0,3% | <i>intégré dans le coefficient β</i> |
| Paramètres | Taux d'endettement | 35% |
| | TIS pris en compte | 34,43% |
| | | 58,8% |
| | | IS minimum |
| | | (40% de 34,43%) |
| CMPC avant IS | 9,3% | 6,2% |

II.14 Ces propositions appellent deux types d'observations :

- sur les limites usuellement reconnues de la méthode MEDAF ;

- sur la pertinence de la méthode MEDAF dans le cas des gares de voyageurs.

II.15 D'une part, l'approche « MEDAF » est fondée sur des signaux économiques fournis par les marchés financiers et reflétant des arbitrages financiers à court terme. Plusieurs de ses hypothèses sont usuellement contestées, notamment :

- Le marché est supposé efficace (afin d'assurer la diversification des risques). Tous les actifs peuvent être achetés ou vendus librement, sans limite de quantité et sans coûts de transaction. Cette hypothèse conduit à supposer que le système de prix reflète exactement les risques sous-jacents à chaque actif ;
- L'évaluation quantitative des paramètres du MEDAF, taux sans risque, β et prime de marché, repose sur des données historiques évaluées sur des durées plus ou moins courtes qui sont supposées offrir une approximation satisfaisante des risques futurs.

II.16 D'autre part, l'Autorité s'interroge sur la valeur de la prime de risque sectorielle issue du modèle MEDAF, qui résulte de l'utilisation de la prime de risque marché et de la détermination du β par la méthode des comparables.

II.17 S'agissant de la prime de risque marché, il faut rappeler que le domaine de pertinence de ce modèle est celui des sociétés cotées sur les marchés financiers où peuvent s'effectuer des arbitrages de court terme entre actifs. Ce cadre n'est d'évidence pas celui de Gares & Connexions et de RFF, qui sont, pour l'une, la branche d'un EPIC et, pour l'autre, un EPIC investissant sur des infrastructures essentielles de long terme.

II.18 S'agissant de l'estimation du risque systématique β , Gares & Connexions retient un échantillon de sociétés cotées dans le seul secteur aéroportuaire (Aéroports de Paris et d'autres sociétés aéroportuaires européennes), alors que RFF fonde la construction de son approche par comparables sur un échantillon plus large de gestionnaires d'infrastructures régulées (aéroports, routes, infrastructures ferroviaires, gestion de l'eau).

II.19 Le choix d'entreprises comparables, qui est le cœur du modèle MEDAF, induit une vraie difficulté. Ainsi une comparaison avec les gestionnaires d'aéroports n'apparaît pas pertinente. Les aéroports retenus sont pour la plupart des « hubs » internationaux de correspondance. Leurs revenus directement liés au trafic de passagers sont beaucoup plus sensibles à la conjoncture économique que l'activité ferroviaire. Cette moindre sensibilité du ferroviaire est renforcée par le fait que le revenu des gares ferroviaires est basé sur le trafic exprimé en nombre de trains et non en nombre de passagers et provient, pour 75% de leur chiffre d'affaires régulé, du transport de proximité conventionné (TER et Transilien).

II.20 En outre, la régulation du secteur aérien est généralement fondée sur des contrats pluriannuels assortis de plafonds de prix et d'objectifs de productivité, alors que le cadre tarifaire des gares de voyageurs, fondé sur le recouvrement des coûts, permet aisément, dans le cadre annuel actuel, au gestionnaire de réajuster sa trajectoire financière :

- la tarification annuelle permet un rattrapage, l'année suivante, des erreurs de prévisions identifiées en matière de trafics ou d'évolution des charges ;
- ces prévisions sont d'ailleurs à l'initiative du gestionnaire, lequel peut choisir des valeurs prudentes, voire favorables ;
- le principe de recouvrement des coûts est peu incitatif à la productivité, donc peu risqué ; suite au questionnement de l'Autorité, les gestionnaires n'ont d'ailleurs pas fait état d'objectifs de productivité ambitieux.

II.21 L'Autorité considère donc que le profil de risque des gestionnaires de gares diffère de façon importante de celui des activités choisies comme « comparables ».

3. Le rapport « Gollier »¹ offre une approche alternative de la prime de risque sectorielle plus adaptée aux gares de voyageurs

II.22 L'Autorité a recherché une méthode d'évaluation de la prime de risque sectorielle qui permette de mieux tenir compte de la nature des investissements en gares et de la réalité des risques supportés par les gestionnaires de gares sur le périmètre régulé. A cette fin, elle s'est référée au rapport « Gollier »² qui traite de la prise en compte des risques dans les investissements publics et offre une approche économique plus adaptée de la prime de risque à intégrer dans le calcul du coût moyen des capitaux engagés. Ce rapport traite de l'ensemble des investissements publics sans considération de taille.

II.23 L'Etat a depuis longtemps cherché à préciser, pour lui-même et ses établissements publics, les règles de rentabilité permettant de quantifier les avantages des dépenses publiques, de fixer des seuils de rentabilité minimale d'utilité et de hiérarchiser les projets d'investissements publics.

II.24 Ces dix dernières années, le cadre méthodologique et opérationnel pour l'évaluation socio-économique des politiques publiques a été rénové. Des travaux ont fait émerger la nécessité de déterminer, au-delà du taux d'actualisation public, un ensemble de valeurs de référence : la valeur du temps, la sécurité, les nuisances environnementales, le risque, etc....

II.25 Le rapport « Gollier » propose de prendre en compte les risques des projets par le biais d'une modulation du taux d'actualisation sous la forme :

$$\alpha + \beta \times \Phi$$

ou, si l'on cherche à se rapprocher des notations utilisées par Gares & Connexions et RFF,

$$R_0^* + \beta \times R_M^*$$

formule dans laquelle :

- α ou R_0^* désigne le taux d'actualisation public sans risque, fixé à 4 % par le rapport «Lebègue »³, auquel il convient d'ajouter l'inflation si l'on raisonne en euros courants ;
- Φ ou R_M^* désigne la prime de risque macroéconomique, intégrant à la fois la volatilité globale de l'économie et l'aversion relative de la collectivité pour le risque ;
- β (bêta socio-économique) permet de mesurer la relation statistique de corrélation existant entre les risques des projets d'investissements et le risque macro-économique.

II.26 Les travaux et dires d'experts mobilisés au sein de la commission présidée par Christian Gollier ont conduit à retenir une prime de risque macroéconomique de l'ordre de 3%. Néanmoins, la commission a préconisé des tests de sensibilité faisant varier la prime de risque entre 1 % et 3 %.

¹ Centre d'analyse stratégique, *Le calcul du risque dans les investissements publics*, rapport du groupe d'experts présidé par Christian Gollier, juillet 2011.

² Cf. les recommandations n°1 et n°3 de ce rapport. La dernière écarte notamment toute référence à la prime de risque des marchés financiers pour l'évaluation des investissements publics et propose d'y substituer une prime de risque macro-économique.

³ Commissariat général du Plan, *Révision du taux d'actualisation des investissements publics*, rapport du groupe d'experts présidé par Daniel Lebègue, janvier 2005.

II.27 Comme pour le modèle MEDAF, la détermination du coefficient β constitue un élément central de la méthode. En attente de travaux de cadrage sectoriel, le rapport fournit quelques pistes pour en déterminer la valeur. Appliquée aux activités régulées liées à la gestion des gares, l'évaluation du β socioéconomique doit ainsi prendre en compte le fait :

- que les gestionnaires des gares peuvent s'assurer contre les risques liés à une évolution défavorable des trafics (ils déterminent eux-mêmes les prévisions de trafic intervenant dans le calcul des redevances) ;
- que l'activité régulée en gares est faiblement sensible aux variations du Produit intérieur brut (PIB) en raison de l'importance des besoins de transports quotidiens contraints et du poids important des activités conventionnées (Transilien, TER et TET) dans les redevances acquittées par les transporteurs.

II.28 A défaut de pouvoir mobiliser d'autres méthodes, le facteur β peut être déterminé par référence aux β d'autres secteurs économiques. Le faible niveau de risques de l'activité régulée de gestion des gares justifie de retenir les moyennes basses des observations qui peuvent être faites dans ces secteurs. C'est pourquoi, l'Autorité retient un β de l'ordre de 0,42⁴.

4. Le calcul de la rémunération des fonds propres

II.29 En prenant en compte la valorisation de la prime de risque sectorielle calculée en référence au rapport « Gollier », le taux de rémunération des fonds propres des gares de voyageurs s'exprime sous la forme suivante :

$$K_{FP} = R_0 + \beta_{\text{réendetté}} \times R_M$$

$$\text{avec } \beta_{\text{réendetté}} = \beta_{\text{désendetté}} \times (1 + (1-TIS) \times \text{Dette} / \text{Capitaux propres})$$

$$\text{soit } K_{FP} = R_0 + 0,42 \times R_M \times (1 + (1-TIS) \times \text{Dette} / \text{Capitaux propres})$$

formule dans laquelle :

- K_{FP} est le taux de rémunération des fonds propres ;
- R_0 est le taux sans risque établi sur la base du rendement moyen des obligations d'Etat Français à 10 et 20 ans émis au cours des dix dernières années connues, la période de référence, comme les maturités, ayant pour objectif d'éviter les effets de cycle trop importants ;
- R_M est la prime de risque macroéconomique égale à 3 % ;
- TIS est le taux d'imposition des sociétés.

II.30 L'application de cette formule à Gares & Connexions et à RFF, pour la gestion des quais, conduit aux évaluations suivantes :

⁴ Analogue à celui du secteur de l'énergie

| | | Gares & Connexions | RFF |
|---|--|--------------------|---------------------|
| Rémunération des fonds propres avant IS | | 7,3 à 8,1% | 10,1 à 10,8% |
| soit une rémunération des fonds propres après IS de | | 4,8 à 5,3% | 6,6 à 7,1% |
| | = <i>taux sans risque</i> | 3,0 à 3,5% | 3,0 à 3,5% |
| | + <i>risque macroéconomique</i> | 3% | 3% |
| | x β <i>réendetté de l'actif économique</i> | 0,59 | 1,2 |
| Paramètres | Taux d'endettement au 1^{er} janvier 2012 | 38% | 74% |
| | TIS pris en compte | 34,43% | 34,43% |

II.31 La fourchette d'évaluation ainsi calculée par l'Autorité pour Gares & Connexions se situe sensiblement en dessous du taux proposé par la SNCF (11,7%). Pour RFF, elle est proche de sa proposition (10,9%).

II.32 Les gestionnaires de gares ont fait état de programmes d'investissements ambitieux :

- Gares & Connexions indique devoir soutenir, sur la période 2012-2016, des investissements de près de [...] milliards d'euros, soit sensiblement [...] M€ en moyenne annuelle, dont environ [...] % en fonds propres ; ce montant annuel est à comparer aux 181 M€, dont 146 M€ de fonds propres, investis en 2011 ;
- RFF prévoit, sur la même période, 1,3 milliard d'euros d'investissement, soit 260 M€ par an, dont environ 70% proviendraient de subventions.

II.33 L'Autorité n'a pas été en mesure de s'assurer de l'exactitude de ces volumes d'investissements, ni de leurs priorités (mise aux normes, renouvellement, développement,...). Elle n'a pas eu accès à l'ensemble des éléments permettant d'apprécier l'impact de la rémunération des capitaux sur le modèle économique des gestionnaires de gares.

II.34 L'Autorité rappelle qu'il est essentiel, pour les gestionnaires d'infrastructure, d'effectuer une sélection rigoureuse de leurs investissements afin d'en justifier l'engagement. A cet égard, plusieurs acteurs ont exprimé, lors de la consultation publique, leurs inquiétudes quant au caractère suffisant des modalités de gouvernance des investissements telles que prévues par le décret n° 2003-194 modifié.

II.35 Elle estime qu'en tout état de cause, une telle période de croissance de l'investissement justifie pour Gares & Connexions de mobiliser l'ensemble des ressources de la branche pour financer les investissements nécessaires. La politique de versement de dividendes internes doit donc être examinée avec soin, non seulement du point de vue de l'absence de subvention croisée entre branches de la SNCF mais aussi à l'aune de ce qui précède.

II.36 Néanmoins, dès lors que les conditions mentionnées ci-dessus seraient remplies et dans le but de satisfaire l'objectif introduit par l'article 13-1 du décret n°2003-194 de « *financement pérenne des investissements* », l'Autorité estime qu'une majoration temporaire du taux de rémunération des fonds propres inférieure à 1% pourrait être admise, sur la base d'un plan d'investissements justifié et partagé avec l'ensemble des acteurs.

Décide :

L'Autorité demande à la SNCF d'inclure les principes de calcul du taux de rémunération des fonds propres des gares dans les règles de séparation comptable de Gares & Connexions qui doivent être approuvées conformément à l'article L. 2133-4 du code de transports, sous la forme suivante :

$$K_{FP} = R_0 + 0,42 \times R_M \times (1 + (1-TIS) \times Dette / \text{Capitaux propres})$$

avec : K_{FP} : taux de rémunération des fonds propres après impôt ;
 R_0 : taux sans risque établi sur la base du rendement moyen des obligations de l'Etat français à 10 et 20 ans émis au cours des dix dernières années connues ;
 R_M : prime de risque macroéconomique égale à 3 % ;
TIS : taux d'imposition des sociétés

Est d'avis que :

L'Autorité émet un avis défavorable sur le projet de décision relative à la fixation du coût d'immobilisation du capital pour le calcul des redevances des prestations régulées en gare de voyageurs pour l'horaire de service 2014, tel que transmis par Gares & Connexions en application de l'article 13-1 du décret n°2003-194 modifié.

L'Autorité émet un avis favorable sur le projet de décision relative à la fixation du coût d'immobilisation du capital pour le calcul des redevances des prestations régulées en gare de voyageurs pour l'horaire de service 2014, tel que transmis par RFF en application de l'article 13-1 du décret n°2003-194 modifié.

Le présent avis sera notifié à Gares & Connexions et à RFF et sera publié sur son site internet, dans le respect des secrets protégés par la loi.

Le présent avis a été adopté à l'unanimité le 11 juillet 2012 sous la présidence de M. Pierre CARDO et en présence de MM. Jacques BERNOT, Henri LAMOTTE et Daniel TARDY, membres du collège.

Le Président

Pierre CARDO