

Deutsche Bahn AG • Potsdamer Platz 2 • 10785 Berlin • Germany

Christophe Gardavaud

Regulierungsmanagement Konzern

Director European Regulation
Management

Mr. Pierre Cardo
President
Autorité de régulation des activités ferroviaires
3 square Desaix
75015 Paris
Frankreich

Berlin, le 29 juin 2012

Objet : consultation publique sur le taux de rémunération des capitaux employés pour l'établissement des redevances liées aux prestations régulées dans les gares de voyageurs pour l'horaire de service 2014

Monsieur le Président,

Vous avez sollicité la Deutsche Bahn AG pour répondre à votre consultation publique sur un des éléments de la tarification de l'accès aux gares de voyageurs, et je vous en remercie.

C'est avec beaucoup d'intérêt que nous avons pris connaissance de votre analyse. Un cycle d'intenses échanges a eu lieu, en 2010, en Allemagne autour de ce sujet entre la Deutsche Bahn AG et la Bundesnetzagentur (BNetzA), le régulateur ferroviaire allemand.

Ces échanges furent d'autant plus fondamentaux que, depuis la réforme ferroviaire allemande de 1994, l'article 87e de la loi fondamentale impose au gestionnaire d'infrastructure du groupe Deutsche Bahn AG d'être géré telle une entreprise de droit privé¹. Il en découle notamment que la Deutsche Bahn AG doit rémunérer les capitaux engagés sur le modèle des autres acteurs de marché.

Concernant le calcul du taux de rémunération de ces capitaux, et pour étayer les échanges avec le régulateur sectoriel, la Deutsche Bahn AG a fait appel au cabinet de consultants britannique NERA Economic Consulting. Ces derniers ont validé la méthode utilisée jusqu'alors tout en précisant certains aspects méthodologiques. Leurs travaux nous servent depuis de référence pour le calcul du taux de rémunération des capitaux engagés.

¹ Cf. Art. 87e, al 3 GG: „Eisenbahnen des Bundes werden als Wirtschaftsunternehmen in privatrechtlicher Form geführt [...]”.

Les éléments constitutifs de la méthode élaborée en juin 2010 par le cabinet NERA sont repris en substance ci-après.

1. La Deutsche Bahn AG – comme la BNetzA d'ailleurs - recourt à la méthode MEDAF :

- Malgré ses limites (théoriques), cette méthode présente l'avantage d'être très largement utilisée par l'ensemble des acteurs agissant sur les marchés régulés en Europe et de reposer sur des paramètres scientifiquement reconnus. C'est pourquoi d'ailleurs, le groupe des régulateurs indépendants européens (IRG) pour le secteur des télécoms recommande cette méthode². Pour appuyer sa décision, l'IRG met aussi en exergue l'absence de base empirique probante dans les autres méthodes existantes.
- Au-delà, cette méthode est utilisée par l'ensemble des acteurs de marché mais aussi par les analystes économiques. Se fondant sur la loi fondamentale (Cf. *supra*), la Deutsche Bahn AG adopte donc une méthode répondant aux standards de marché plutôt qu'à ceux prévalant pour les investissements publics répondant à des logiques et des critères de décision différents. Les marchés et les banques prêtant à la Deutsche Bahn AG ont du reste accueilli très favorablement ce choix.

2. Le taux sans risque est calculé sur la base du rendement moyen des obligations de la république fédérale allemande à 10 et 20 ans émises au cours des 10 années précédentes (en juin 2010, ce taux était donc calculé entre mai 2000 et avril 2010)³. La période de référence comme les maturités permettent de stabiliser les calculs en évitant les effets de cycle trop importants. Ces maturités correspondent en outre à celles des obligations émises par les gestionnaires d'infrastructure de la Deutsche Bahn AG. Le taux sans risque découlant de cette méthode s'élevait en 2010 à 4,31%.
3. Le risque de marché retenu correspond à la moyenne arithmétique des taux de rendements des marchés actions entre 1900 et 2009⁴.
4. Le facteur bêta se fonde sur l'observation des variations de valeur d'entreprises comparables empruntant sur les marchés de capitaux. Il s'agit de gestionnaires d'infrastructures (routes, aéroports, réseau d'énergie), de moyenne et grande taille, cotés en bourse, et avec un ancrage principal en Europe. Toutes ces sociétés sont soumises à des régulations ainsi qu'à des règles comptables et financières comparables. Il en résultait, en juin 2010, un beta désendetté de 0,46.
5. Le calcul de la rémunération de la dette ne se fait pas sur la base du coût réel de la dette mais sur la base de comparables – c'est-à-dire le taux d'emprunt imposé à des sociétés relevant de la même branche et ayant la même notation financière - à la date du calcul. Il est, selon nous, méthodologiquement important de se fonder sur ces comparables plutôt que sur le coût réel de la dette. Ce dernier traduit en effet une moyenne des taux passés et peut, à ce titre, diverger fortement du taux courant.

² Cf. IRG - Regulatory Accounting: "Principles of implementation and best practice for WACC calculation", février 2007.

³ Source : Banque fédérale allemande

⁴ Source: base de données Dimson, Marsh & Staunton

De manière plus générale, le taux de rémunération des capitaux engagés ne nous apparaît pas comme un instrument adéquat pour inciter le gestionnaire d'infrastructure à des efforts de productivité. Pour ce faire, il est préférable de recourir à des contrats de performance pluriannuels notamment.

Il nous semble en revanche essentiel de fixer des objectifs de maîtrise de l'endettement des gestionnaires d'infrastructure. Sans cela, l'accès aux capitaux est non seulement compromis, mais le taux de rémunération cible des capitaux augmente sous l'effet de la hausse du facteur bêta réendetté. La suite probable est une hausse des redevances d'accès pour les utilisateurs. Dans un contexte déjà difficile de forte augmentation du prix des matières premières, de difficulté d'accès aux capitaux et de fragilité financière des entreprises ferroviaires comme des autorités organisatrices de transport, cet effet devrait être prévenu.

En espérant que cet avis vous soit utile, je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma haute considération

Christophe Gardavaud

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'CG', with a stylized flourish at the end.

Copie: Michel Vermeulen, Pierre Ravier (ARAF)