



# Analyse des propositions de BRUGEL, pour compte de Sibelga, relatives à la rémunération et au traitement de la plus-value de réévaluation

-

KPMG Deal Advisory

août 2023

## Contents

Tableaux	3
Graphiques	4
Résumé exécutif	5
Coût des fonds propres	6
Coût de la dette	6
La plus-value de réévaluation et son amortissement	7
1. Contexte de notre mission et approche	9
2. Modèle de calcul de la marge équitable	10
3. Introduction de l'analyse des différents paramètres du CMPC	12
4. Coût des fonds propres	16
4.1 Taux d'intérêt sans risque	16
4.1.1 Point de vue de BRUGEL	16
4.1.2 Analyse comparative avec d'autres régulateurs	16
4.1.3 Trajectoire historique des taux d'intérêt	19
4.1.4 Points de référence	21
4.1.5 Cohérence dans l'utilisation des taux sans risque	23
4.1.6 Conclusion et recommandations	24
4.2 Prime de risque de marché (PRM)	25
4.2.1 Point de vue de BRUGEL	25
4.2.2 Analyse comparative avec d'autres régulateurs	26
4.2.3 Autres points de référence	28
4.2.4 Conclusion et recommandations	29
4.3 Rendement total du marché ( $R_f + PRM$ )	30
4.4 Beta	30
4.4.1 Point de vue de BRUGEL	30
4.4.2 Analyse comparative avec d'autres régulateurs	31
4.4.3 Autres points de référence	34
4.4.4 Conclusion et recommandations	35
4.5 Benchmarking du coût des fonds propres	35
4.5.1 Points de référence	35
4.5.2 Conclusion et recommandations	37
5. Coût de la dette	38

5.1	Point de vue de BRUGEL	38
5.2	Analyse comparative avec d'autres régulateurs	39
5.3	Points de référence	41
5.4	Notre avis concernant la méthodologie appliquée par BRUGEL	42
5.5	Conclusion et recommandations	43
6.	<b>Gearing (taux d'endettement)</b>	45
6.1	Point de vue de BRUGEL	45
6.2	Taux d'endettement régulé dans les pays voisins	45
6.3	Évolution de la notation de crédit	49
6.4	Conclusion et recommandations	52
7.	<b>Mesures prises par les régulateurs à la suite de l'augmentation des taux d'intérêts</b>	53
7.1	BnetzA - Allemagne	53
7.2	ACM – Pays-Bas	54
7.3	Arera – Italie	55
8.	<b>Plus-value de réévaluation</b>	56
8.1	Pourquoi est-il important de maintenir la rémunération de la plus-value de réévaluation et son amortissement dans les tarifs?	56
8.1.1	Contexte du calcul de la valeur initiale de l'actif régulé (iRAB)	56
8.1.2	Nécessité d'un cadre réglementaire stable et prévisible	57
8.1.3	La RAB en tant qu'indicateur important de la valeur de Sibelga	59
8.2	Comment la plus-value de la RAB et l'amortissement sont-ils pris en compte par les autres régulateurs en Belgique ?	63
8.3	Conclusions et recommandations	65
9.	<b>Annexe</b>	66
9.1	Aperçu du traitement de la plus-value de la RAB et l'amortissement par les autres régulateurs en Belgique	66
9.1.1	CREG - transport d'électricité	66
9.1.2	CREG - transport de gaz	69
9.1.3	CWaPe	71
9.1.4	VREG	73



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

## Tableaux

Tableau 1 - Méthodologie tarifaire utilisée par les régulateurs	10
Tableau 2 - Aperçu des paramètres utilisés par les régulateurs	13
Tableau 3 - Méthode utilisée par chaque régulateur pour déterminer le taux d'intérêt sans risque	18
Tableau 4 - Méthode utilisée par les régulateurs pour déterminer la PRM	27
Tableau 5 - Méthodologie utilisée par les régulateurs pour déterminer le bêta	31
Tableau 6 - Méthodologie utilisée par les régulateurs pour déterminer le coût de la dette	40
Tableau 7 - Spread de financement	42
Tableau 8 - Comparaison du coût de la dette : Paramètres utilisés	42
Tableau 9 - Méthodologie utilisée par les régulateurs pour déterminer le ratio d'endettement	47
Tableau 10 - Évolution de la notation de crédit des pairs	51
Tableau 11 - Traitement réglementaire des plus-values RAB en Belgique	62



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

## Graphiques

Figure 1: Taux d'intérêt des obligations d'État belges à 10 ans	20
Figure 2: Taux d'intérêt sans risque BEL-20 sur la base des rapports d'analystes	22
Figure 3: Benchmarking du taux d'intérêt sans risque actuel	22
Figure 4: PRM	28
Figure 5: Points de référence de la PRM	29
Figure 6: Le TMR de BRUGEL par rapport à celui des autres parties	30
Figure 7: Bêta endetté (actions)	33
Figure 8: Beta sans l'effet de levier financier (actif)	33
Figure 9: Betas avec l'effet de levier financier utilisés par les analystes financiers	34
Figure 10: Bêtas sans l'effet de levier financier utilisés par les analystes financiers	35
Figure 11 : Coût des fonds propres utilisés par certains fonds Infra après impôts	36
Figure 12: Comparaison des coûts des fonds propres	37
Figure 13: Comparaison des coûts des fonds propres : Paramètres utilisés	37
Figure 14: Niveau d'endettement utilisé par les différents régulateurs dans le calcul du CMPC	46
Figure 15: Dette nette/actif fixe - Notation de crédit stand alone Moody's (sur la base des comptes 2021)	48
Figure 16: Dette totale/actif total - Notation de crédit stand alone Moody's (sur la base des données financières de 2021)	48
Figure 17: Évolution du taux d'endettement dans le temps (dette nette/actif immobilisé)	49

## Résumé exécutif

BRUGEL annonce dans son projet de méthodologie tarifaire 2025-2029 du 27 juin 2023 des changements importants qui constituent une rupture fondamentale par rapport à la méthodologie tarifaire qui a été héritée de la CREG et que BRUGEL a appliquée depuis le 1 juillet 2014. Ces changements concernent entre autres :

- Une baisse de la rémunération des fonds propres de 6,35%<sup>1</sup> en 2023 à 5,18% à partir de 2025.
- Le passage d'un modèle de régulation de type « cost + » à un modèle « revenue-cap », qui implique que les charges financières, qui étaient traitées au réel, seront intégrées dans la rémunération des capitaux via coût moyen pondéré du capital (CMPC) fixé à l'avance.
- Une suppression à partir de 2025 chaque année d'1/5<sup>ème</sup> de la plus-value de l'iRAB dans la valeur de la RAB<sup>2</sup> utilisée pour le calcul de la rémunération des capitaux investis
- Une suppression à partir de 2029, à raison de 1/6<sup>ème</sup> par an, des amortissements de la plus-value de l'iRAB dans le revenu autorisé.

Selon l'ordonnance 2022/20646 du 17 mars 2022 « *la rémunération normale et équitable des capitaux investis dans les actifs régulés doit permettre au gestionnaire du réseau de réaliser les investissements nécessaires à l'exercice de ses missions. Cette rémunération reconnaît un taux de rendement suffisamment stable permettant d'assurer que le gestionnaire du réseau puisse faire face à ses obligations sur le long terme* ».

Sans préjudice au principe d'autonomie du régulateur dans l'élaboration des méthodologies tarifaires, le législateur a souhaité que le cadre réglementaire procure une certaine stabilité et une sécurité raisonnable aux investisseurs afin qu'ils puissent être suffisamment confiants quant au fait qu'ils seront en mesure de récupérer leurs capitaux investis grâce à une rémunération appropriée.

Les gestionnaires de réseaux de distribution sont des entreprises à forte intensité de capitaux, avec des investissements historiques importants et des actifs à long terme. Il est donc important de disposer d'un environnement réglementaire stable et prévisible qui permet de financer les actifs aux meilleures conditions financières.

Nous estimons que la proposition de BRUGEL prévoit une rémunération des capitaux (fonds propres et dette) qui est trop faible. Ceci, combiné avec les changements importants apportés à la méthodologie tarifaire, modifiera de manière substantielle et négative la confiance des investisseurs, ce qui aura pour effet, à moyen terme, d'augmenter les coûts de financement de Sibelga et, à long terme, de mettre en péril la finançabilité de la société.

---

<sup>1</sup> 6,35% = 3,2% (taux sans risque) + 0,7 (bêta) x 4,5% (prime de risque de marché)

<sup>2</sup> La Base d'Actifs Régulés ou RAB en Anglais, (initial) Regulated Asset Base

## Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres tel que proposé par BRUGEL (5,18% après impôts) est inférieur par rapport aux attentes actuelles du marché qui indiqueraient plutôt un rendement sur fonds propres après impôts dans la fourchette 7,64%-8,22%. Ceci est principalement dû aux éléments suivants :

- Le taux d'intérêt sans risque déterminé par BRUGEL (1,85 %) est faible par rapport aux conditions actuelles de marché avec des taux qui se situent plutôt entre 2,90% et 3,29%.
  - Ceci est dû au fait que BRUGEL utilise un historique de 15 ans pour déterminer le taux sans risque et qu'il s'agit d'une période où les taux d'intérêt sont historiquement bas (voire négatifs) en raison du programme de « *quantitative easing* » de la BCE. Tel que nous le développerons dans le document ci-après, la théorie financière demande d'utiliser dans le calcul du CMPC un taux sans risque prospectif plutôt que rétrospectif afin de tenir compte des attentes des investisseurs en termes de rendement.
  - Par ailleurs, le taux sans risque utilisé pour déterminer le coût des fonds propres devrait être le même que celui utilisé pour déterminer le coût de la dette. Ceci est bien le cas pour le VREG et la CWaPE mais ne l'est pas pour BRUGEL, qui utilise un taux sans risque de 1,85% pour déterminer le coût des fonds propres et 2,91% pour déterminer le coût de la dette. Ce dernier taux, est plus en ligne avec les conditions actuelles sur le marché.
- La prime de risque de marché déterminée par BRUGEL (4,5%) se situe également en dessous de la prime de risque actuellement applicable sur le marché (5,76%). Ici aussi, nous notons que BRUGEL utilise une prime de risque historique sur une très longue période de plus de 100 ans (qui par ailleurs n'est pas consistante avec les 15 ans d'historique utilisés pour déterminer le taux sans risque) alors que, selon la théorie financière, il conviendrait d'utiliser une prime de risque prospective, afin de tenir compte des attentes des investisseurs.
- Le bêta sans l'effet de levier financier de 0,39 indiqué par BRUGEL est en ligne avec la moyenne des bêtas déterminée par les autres régulateurs (0,40) et légèrement en dessous des bêtas utilisés par les analystes financiers pour un groupe de pairs (0,45).

## Coût de la dette

Nous considérons qu'avec un taux proposé de 3,94%, BRUGEL sous-estime le coût de la dette de Sibelga et ne permet pas de couvrir les charges financières du placement privé aux US que Sibelga a fait au premier semestre de 2023 (4,25%<sup>3</sup>). Par rapport aux conditions actuelles du marché, le coût de la dette de Sibelga devrait plutôt se situer entre 4,13% et 4,52%.

---

<sup>3</sup> 4,22% hors coûts de transactions et 4,25% avec les coûts de transaction

En ce qui concerne la méthodologie appliquée pour fixer le coût de la dette, BRUGEL souhaite passer d'une approche « *embedded costs* » (où les charges financières sont incluses dans les coûts non gérables et couvertes au réel) vers une approche CPMC (où les charges financières sont définies à l'avance, la différence étant au bénéfice ou à charge des actionnaires).

Nous estimons qu'il est risqué de fixer les charges financières à l'avance tel que BRUGEL a l'intention de faire, étant donné le contexte de forte volatilité des taux d'intérêt. Les taux d'intérêts ont fortement augmenté depuis le début de l'année 2022. Si BRUGEL fixe le coût de la dette ex ante et que les taux continuent à augmenter, la différence serait à la charge des actionnaires. À l'inverse, en cas de baisse des taux, la différence serait à charge des URDs. Par ailleurs, Sibelga est contraint de devoir fortement augmenter son endettement dans les années à venir, ce qui a pour effet d'accroître ce risque, étant donné les montants plus importants concernés.

Dans ce rapport, nous proposons trois approches pour y remédier. Toutes sont en ligne avec les principes de stabilité, de prévisibilité de l'ordonnance et de suffisance de rémunération des capitaux et conduiront à des charges financières conformes aux conditions de marché. Dans ce contexte, nous notons que certains régulateurs ont mis en place des mécanismes de révision ex-post des coûts de la dette (e.g. CREG, ACM, etc.) (voir chapitre 7). La meilleure approche dans notre opinion qui rencontre à la fois les objectifs de BRUGEL et ceux de Sibelga avec un calcul annuel du coût de la dette sur base d'une moyenne pondérée du:

1. Coût de la dette existante en 2023, à son taux réel (en particulier, la dette USPP levée en mai 2023 pour une durée de 10 ans au taux de 4,25%)
2. Coût de la nouvelle dette qui sera effectivement levée par Sibelga entre 2023 et 2029, à un taux de marché théorique tel que calculé sur base des paramètres de marché au moment de la levée de fonds (notamment : le taux sans risque de référence, une prime de dette, etc.)
3. Pour le solde de la dette (permettant d'atteindre une dette totale de 55% de la RAB, couvrant la rémunération du fonds de régularisation et des fonds propres dépassant les 40% de la RAB) : au coût de la dette fixé ex ante pour les 5 ans de la période tarifaire, tel que proposé par BRUGEL dans sa proposition (sur base d'un taux sans risque augmenté d'une prime de dette de 108 Bp et de frais de transaction de 15 Bp).

## La plus-value de réévaluation et son amortissement

Un CMPC raisonnable est une condition nécessaire mais insuffisante pour que le coût du capital soit raisonnable. La base de calcul avec laquelle le CPMPC est multiplié, la Base d'Actifs Régulés, doit également être raisonnable. Là encore, la proposition de BRUGEL contient un changement important qui a des conséquences négatives pour Sibelga. Cette intervention de BRUGEL est contraire, par ailleurs, aux principes de l'ordonnance concernant le cadre réglementaire prévisible et stable.



BRUGEL revient sur les accords légalement établis en 2001 et propose de dissocier la plus-value de réévaluation de la RAB et de supprimer chaque année de la période régulatoire 1/5<sup>ème</sup> de la valeur de la plus-value de l'iRAB<sup>4</sup> dans la valeur de la RAB utilisée pour le calcul de la rémunération des capitaux investis.

Fin 2022, la RAB de Sibelga était de 1,268 m€ en ce compris la plus-value de réévaluation de 180m€. BRUGEL souhaite donc à terme **supprimer 14% de la valeur de la RAB, ce qui est non négligeable** et qui aura **indéniablement un impact sur son fonctionnement, sa gestion et sa qualité de crédit (entraînant une augmentation du coût de la dette et une pression sur les covenants financiers à respecter)**.

On reconnaît que VREG et la CWaPE ont pris des mesures similaires mais les ont étalés sur deux périodes régulières au lieu d'une, tel que BRUGEL souhaite le faire. Nous attirons l'attention sur le fait que la publication de la nouvelle méthodologie tarifaire de la CWaPE a immédiatement résulté le 29 juin 2023 en un downgrade de Resa du niveau A2 vers A3.

Comme mentionné ci-dessus, en plus de ceci, BRUGEL souhaite aussi supprimer à partir de 2029, et à raison d'1/6<sup>ème</sup> par an, les amortissements de la plus-value de l'iRAB dans le RMA<sup>5</sup>. Pour la période régulatoire suivante, cette suppression serait d'1/6<sup>ème</sup> par an jusqu'à la suppression intégrale de l'amortissement de la plus-value iRAB dans le RMA d'ici 2034.

En proposant cette mesure, BRUGEL va beaucoup plus loin que ce qui est fait par le VREG en Flandre et la CWaPE en Wallonie, où les amortissements de la plus-value de réévaluation font encore partie du revenu autorisé. Etant donné que les cash flows générés par les amortissements de la plus-value de réévaluation n'étaient pas distribués aux actionnaires sous forme de dividendes, les conséquences de cette mesure sont une diminution de la capacité d'autofinancement de Sibelga. Nous n'avons aucune explication sur les raisons de ces doubles mesures et nous posons ouvertement la question pourquoi BRUGEL serait plus strict que les autres régulateurs belges.

Outre le fait d'entraver la confiance des investisseurs, d'augmenter le coût du capital, et les besoins de financement externes, ces mesures pourraient entraîner un *impairment*<sup>6</sup> de la valeur de l'entreprise de Sibelga et donc un appauvrissement collectif des communes Bruxelloises en tant qu'actionnaires

---

<sup>4</sup> La valeur initiale de la RAB qui a été définie par l'Art. 4 des arrêtés royaux du 2 septembre 2008 qui précise que l'iRAB se compose de la somme de la valeur de reconstruction économique nette des immobilisations corporelles régulées telles que fixées au 31 décembre 2001 et du besoin de fonds de roulement net du

<sup>5</sup> RMA: Revenu maximum autorisé.

<sup>6</sup> Une réduction de valeur



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel





Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel



Sibelga  
Méthodologie tarifaire 2025-2029  
Août 2023

Confidentiel