

THÈME 2 : STRUCTURE ET COÛT DU CAPITAL D'H.Q.

PREUVE DE L'ACEF DE QUÉBEC

13/03/2003

A) Diverses approches pour fixer le taux de rendement :

La LRE indique (A. 49.1) que la Régie, lorsqu'elle fixe ou modifie des tarifs, doit :

- 3° permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification ;
- 5° assurer le respect des ratios financiers (énoncés dans la Loi sur H.Q.);
- 7° assurer que les tarifs et autres conditions applicables à la prestation du service sont justes et raisonnables;

Il faut donc s'entendre sur :

- ce qu'est un rendement raisonnable sur la base de tarification (qui vise le taux moyen d'emprunt et le taux de rendement sur l'avoir propre);
- sur les ratios financiers à respecter ;
- ce que doivent-être des tarifs justes et raisonnables (A. 49 de la LRE).

a) L'approche des critères financiers couramment utilisée par les utilités publiques et les coopératives :

- Selon l'opinion, qui contredit celle de M. Morin, des analystes de Drazen 1999 ¹ : la norme pour les utilités publiques et les coopératives pour établir le taux de

¹ *Hydro-Quebec Supply Pricing and Acquisition* : annexe B du Rap. de Drazen Consulting Group au MRNQ, 1999

rendement est la couverture d'intérêt; cela reflète une différence de financement (basée sur l'émission d'obligations) par rapport aux utilités privées dont la norme est le retour sur la base tarifaire (financement par emprunt et équité).

- La méthode de couverture d'intérêt a toujours sa place pour H.Q..
- La méthode de couverture d'intérêt produit un retour sur équité en sous-produit. Couvrant les dépenses d'opération, on fixe par ex. un taux de couverture d'intérêt acceptable (soit x), le surplus (profit) s'obtient en résidu ($=(x-1)*\text{Charge d'intérêt}$).
- Chez Manitoba Hydro (société de la couronne) on utilise la notion de réserve plutôt que de profit ou rendement : on vise un taux de couverture d'intérêt plus grand ou égal à 120% (en 2003 c'est 121%, pour un revenu net de 110 M\$, sur des revenus attendus de 1 355M\$), afin d'assurer la santé financière et autofinancer une partie des investissements, et ce après répartition des revenus nets tirés des exportations aux diverses clientèles (ces revenus sont ajoutés au revenu de chaque catégorie pour établir le ratio R/C, i.e : Revenu/Coût de service).

b) Le taux de rendement réglementé utilisé couramment pour les utilités privées :
* il y a diverses approches pour établir le taux de rendement raisonnable.

L'approche préconisée par H.Q. utilise comme référentiel le rendement des titres

boursiers, ajusté pour le risque propre à H.Q. distribution.

D'autres référentiels sont possibles outre les modèles de choix de portefeuille, notamment la référence au taux de rendement réel des entreprises dans l'économie.

c) Réglementation incitative :

- Plafonnement des prix : les prix sont vérifiés et réajustés périodiquement (aux 3 à 5 ans) pour éviter les profits excessifs.
- Taux de rendement basé sur la performance et la satisfaction de la clientèle.
- On peut aussi avoir un intervalle de rendement autorisé avec partage asymétrique avec la clientèle, du rendement déficitaire ou excédentaire.

d) Taux de rendement différencié selon le type de clientèle et de services.

- La LRE (A. 49. 6°) demande à la Régie, lorsqu'elle fixe les tarifs de tenir compte des coûts de service et des risques différents inhérents à chaque catégorie de consommateurs. S'il y a des différences dans les risques cela implique que le taux

de rendement peut différer selon les clientèles. Dans la mesure où la clientèle domestique et agricole est plus captive, son risque associé doit être moindre.

- Le risque d'affaires peut varier entre catégories de clientèles, qui n'ont pas toutes les mêmes incitations et flexibilité à changer de fournisseur ou de sources d'énergie pour le chauffage, considérant les coûts importants de modifier le système de chauffage et la stabilité tarifaire que procure en général l'électricité au Québec. H.Q. production demeure un monopole autant que TÉ et le distributeur ².
- H.Q. étant une utilité publique, société d'état, ses actionnaires finaux sont les citoyens consommateurs, les autorités peuvent décider de leur verser une partie des profits par le biais d'une réduction du rendement requis et des tarifs.
- Il est possible que le taux de rendement sur les activités non réglementées soit plus élevé que pour les activités réglementées et que cela permette de réduire les tarifs des clientèles régulières comme au Manitoba grâce aux revenus d'exportation.

² Selon l'expert d'H.Q. M. Morin (rép. à la Q. 41.1 en HQD-10 doc. 11 de l'Union des Consommateurs) la production électrique au Québec est concurrentielle parce que sujette à une formule price-cap, qui vise à améliorer la productivité, et qui ajuste le prix en fonction de l'évolution du coût concurrentiel. Nous considérons cet énoncé erroné : d'une part H.Q. production profite actuellement de profits supraconcurrentiels et d'un marché patrimonial protégé par la Loi, en ce sens son marché de base n'est pas contestable, quant à l'accroissement de production pour répondre à la nouvelle demande, H.Q. Production a la possibilité de jouer avec les économies d'échelle amenées par les grands barrages et de jouer avec son pouvoir dominant sur le marché pour exercer un contrôle sur le prix de la nouvelle production, ce qui ne sera pas à l'avantage des consommateurs.

B) H.Q. demande un taux de rendement sur l'avoir propre de 10,6% (taux d'intérêt sur les obligations long terme du gouv. canadien + une prime de risque de 4,6%) :

Le taux de rendement sur avoir propre réel d'H.Q. est passé de 7,6% en 2001 à 11,3% en 2002 (HQD-12 doc. 1.1.1). (Pour les 9 ers mois de 2002, le profit d'H.Q. totalise 1,2 milliards pour la production, 292 M\$ pour le transport et - 314 M\$ (- 437 M\$ en 2001) pour la distribution).

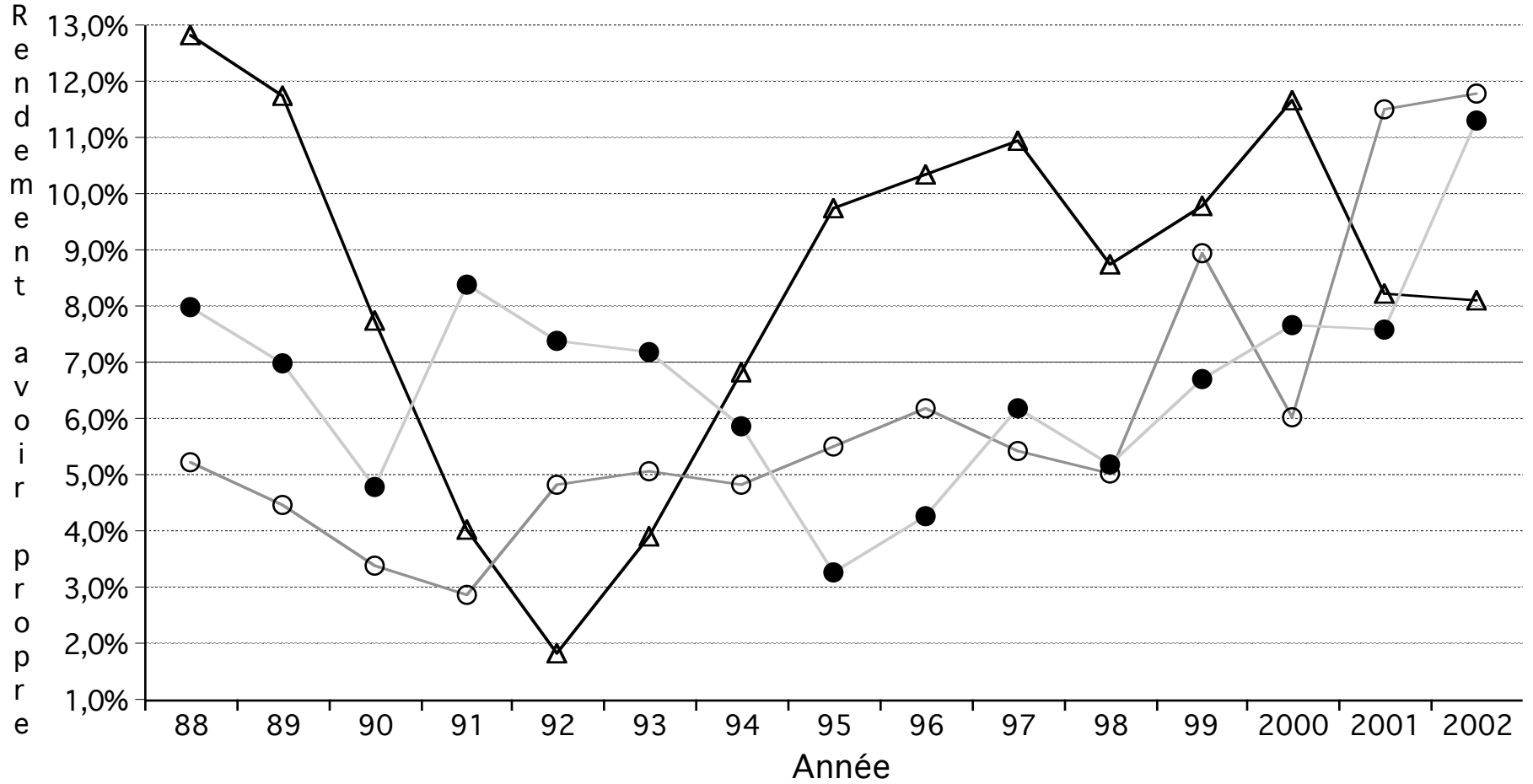
L'expert d'H.Q., M. Morin, estime, que les risques d'affaires et réglementaires auxquels fait face H.Q. distribution sont supérieurs à ceux liés au transport et assumés par TransÉnergie, et que son risque total équivaut à celui de SCGM. Pour le service de transport, la Régie a accordé un taux de rendement de 9,72%, alors que TÉ demandait un taux de rendement de 10,6% (dont une prime de risque de 4,6%). La prime de risque étant la même dans les 2 cas, on ne peut prétendre que le risque diffère entre TransÉnergie et le distributeur, aussi la Régie a accordé une prime de risque plus faible à TransÉnergie et nous ne voyons pas pourquoi il en serait autrement pour le distributeur.

1) Le marché boursier : un référentiel inadéquat du rendement réel actuel des entreprises et surtout pour les utilités publiques :

- d'une part le marché boursier est un marché différencié qui intègre une prime de risque qui lui est propre et qui est différent du risque d'entreprises;
- le rendement boursier intègre en plus du dividende, une composante croissance de valeur ou gain de capital qui est lié à la croissance de la valeur des titres boursiers (et des profits futurs) et à la valeur de l'entreprise, actuelle et future. Cette composante est internalisée dans la valeur aux livres et la valeur au marché de l'utilité publique, notamment lorsqu'elle appartient à l'État ou aux usagers;
- Les profits nets d'une entreprise privée peuvent servir à 3 fins principales : rembourser la dette de l'entreprise; établir une réserve pour pallier aux imprévus ou autofinancer les investissements en immobilisation ou en R&D au sein de l'entreprise ou à l'extérieur de l'entreprise; payer des dividendes aux actionnaires.
- Le rendement boursier vise des entreprises privées inscrites en bourse alors qu'H.Q. est une utilité publique appartenant au gouvernement du Québec, qui a financé ses acquisitions et investissements en empruntant ou en réinvestissant ses profits depuis sa création en ce sens les consommateurs québécois sont les vrais propriétaires et détenteurs de l'équité d'H.Q., et ils ne font pas face aux mêmes contraintes ni n'ont les mêmes attentes face à une société d'état comme H.Q. dont le mandat premier est de desservir la population au meilleur coût.

- Le taux de rendement moyen après impôt (soit sur une base comparable avec H.Q. qui ne paie pas d'impôt sur le revenu) des entreprises au Canada se situe autour de 8% en moyenne depuis 1988 (soit bien en deçà du rendement boursier de 12% environ sur une base de long terme), c'est une mesure directe de la profitabilité des avoirs propres et des investissements réalisés par les entreprises alors que le rendement boursier est une mesure indirecte, moins stable et quant à nous inadéquate et non pertinente dans le cas des entreprises publiques.
- La réglementation économique doit chercher à atteindre les résultats apportés par les marchés concurrentiels, en sorte que le taux de rendement des utilités publiques, ne doit pas dépasser le taux de rendement des entreprises en concurrence; comme une utilité publique d'électricité fournit un intrant essentiel à l'ensemble des entreprises sur le territoire qu'elle dessert, si son rendement est trop élevé cela drainerait trop de ressources des entreprises privées, ce qui nuirait à leur croissance et leur compétitivité.

Rendement comparé : Toutes entreprises & Services Publics Canada vs H.Q.



▲ Toutes entreprises Canada (moyenne 8,4%, Écart Type = 3,2%)
 □ Services publics Canada (6,1%, 2,6%)
 ● H.Q. (6,7%, 1,9%)

2) Divergences entre experts sur l'évaluation de la prime de risque:

- pour un même modèle de choix de portefeuille appliqué à H.Q., les experts utilisent des marchés références, une méthode d'estimation du risque et une pondération du risque de marché différents pour H.Q.
- Les experts Berkowitz et Booth proposaient dans leur preuve "Fair return for TransEnergie" (pour la coalition industrielle dans la cause sur les tarifs de transport), une prime de risque de 2,25% (4,6% alors pour Morin) considérant une prime de risque propre au marché (le marché canadien devait être le marché de comparaison privilégié) de 4,5% (6,6% pour Morin).
Ces experts considéraient que la prime de risque de marché avait baissé depuis les années 80, que le risque de TÉ était de 50% celui du marché (70% pour Morin).
De même ces experts préconisent une méthode d'estimation basée sur la structure géométrique propre à des rendements composés, versus une structure arithmétique, propre à des rendements réalisés à chaque année, pour Morin.

Nous croyons comme Berkowitz et Booth l'indiquent que les entreprises publiques ont toujours eu un niveau de risque plus faible que les entreprises privées, que la garantie gouvernementale réduit significativement le risque d'H.Q., que la mondialisation réduit le risque quoique les marchés financiers canadiens

demeurent différents des marchés étatsuniens (avec leur caractéristiques propres, dont les primes de risques, et les rendements attendus).

- Les experts Kryzanowski et Roberts, dans leur preuve produite dans la présente cause, pour O.C./FCEI/UMQ, estiment pour H.Q. distribution un taux de rendement de 8,45% : soit le taux sans risque de 6% (comme Morin) plus une prime de risque de 2,45%, incluant un 0,1% en “flottation allowance” (vs 4,5 à 5% selon Morin); la prime de risque proposée équivaut à 50% (67% pour Morin) de la prime de risque anticipé du marché boursier de 4,7% (6,7% pour Morin).

Ces experts estiment aussi que la moyenne arithmétique est inadéquate (gonflant la prime de risque d'environ 1%) pour un horizon d'investissement de plusieurs années, lorsque l'erreur est autocorrélée et qu'il puisse y avoir inversion dans le patron de rendement (annexe B de leur preuve).

3) Un risque exagéré pour H.Q. :

- le risque de faillite est un facteur important dans le risque financier qui n'est pas correctement pris en compte, ce risque est virtuellement nul pour une société d'état comme H.Q. dont les emprunts et le versement des intérêts sont garantis presque à 100% par le gouvernement, alors que pour une société privée ce risque

est non négligeable comme on a pu le voir avec la faillite retentissante d'Enron aux USA. Le risque associé à H.Q. est donc nettement surestimé selon nous (qui peut aussi recevoir l'aide des gouvernements pour compenser les pertes au réseau lors d'évènements climatiques désastreux , par ex. le verglas de 1998).

- Le risque d'H.Q. distribution ne peut être dissocié de celui d'H.Q., tout comme le financement est intégré pour bénéficier des effets de coassurance, le risque et la structure de capital doivent être considérés sur une base intégrée ³, tout comme la cote financière d'H.Q. suit essentiellement celle du gouvernement du Québec ⁴.

- L'actionnaire principal d'H.Q., soit le gouvernement du Québec, n'a pas les mêmes exigences de rendement à court terme ni la même aversion au risque qu'un actionnaire privé.

³ À la réponse à la question 22.1 de la Régie (HQD-10 doc. 1 p. 43) M. Morin indique:

“The diversified parent company arrangement may improve earnings and reduce risk, and the cost of capital for individual entities in the group may be reduced by diversification. To the extent that investors are less than perfectly diversified, diversification activities by the parent reduce investor risk and allow for less conservative capital structure; absent the financial economies of scale and in view of its smaller size, H.Q. distribution on a standalone basis would incur higher costs of debt and would require a stronger capital structure (more equity).”

⁴ Selon Morin (rép. 22.2 à la Régie) Gaz Métro a un risque similaire à HQ distribution, car leurs cotations sont similaires. Pourtant H.Q. même indique que la cotation d'H.Q. dépend directement de la cotation accordée à son garant, le gouvernement du Québec. (HQD-10 doc. 5 rép. 33.a, p. 48) “ Le niveau d'endettement élevé actuel d'H.Q. n'a pas d'impact sur le coût de sa dette car la dette est garantie par le gouvernement du Québec, le taux de financement est donc de facto équivalent au taux de financement de son garant pour des échéances similaires”

Donc il est faux selon nous de dire que la cotation d'H.Q. est associée à son risque propre.

C) Options de rechange pour établir le taux de rendement d'H.Q. distribution :

1) Nous croyons que l'approche de Berkowitch et Booth ou Kryzanowski et Roberts est mieux adaptée à la situation canadienne, plus rigoureuse et scientifique que l'approche suivie par l'expert d'H.Q., M. Morin. Il découle de leur approche un taux de rendement de l'ordre de 8,25% à 8,5% (avec un taux sans risque de 6%).

2) Toutefois nous croyons que les approches basées sur le rendement boursier ne sont pas adéquates pour un monopole d'état comme H.Q..

Un rendement autorisé de 7% (basé sur le rendement réel des entreprises au Canada, ajusté du niveau de risque moindre pour H.Q.) au lieu de 10,6%, pour le transport et la distribution réduirait le rendement requis de TÉ de 308,5 M\$ au lieu de 460 M\$, et de 217 M\$ pour H.Q. distribution au lieu de 330 M\$.

3) Approche selon les critères financiers :

Selon R.A. Morin⁵ la distribution de la rente est un jeu à somme nulle et l'enjeu de la politique publique est de décider à qui et comment la rente économique sur la

⁵ "Confidential proposals for improving utility regulation in P.Q. and for setting just and reasonable tariffs for H.Q. electricity supply", Roger A. Morin, march 1999.

vente d'électricité doit être distribuée (tarifs plus bas ou remboursement accru de la dette, choix par le gouvernement ou le régulateur)

Comme l'a reconnu l'expert Morin et d'autres experts ⁶ les utilités publiques et les coopératives ont été historiquement gérées ou réglementées en suivant une approche de gestion financière prudente qui était en ligne avec leur vocation économique et sociale.

Cette approche était privilégiée par le gouvernement du Québec lorsqu'il réglementait les tarifs d'H.Q., dans l'esprit du pacte social de l'électricité de 1963. Nous proposons que le niveau de profit et le rendement d'H.Q. et de TÉ, pour les activités réglementées, découle du critère de couverture d'intérêt, qui serait appliqué de manière à préserver la santé financière d'H.Q..

- Une couverture d'intérêt de 110% à 120%, rattachée aux activités réglementées, nous apparaît tout à fait acceptable, à nos yeux et aux yeux de certains experts ⁷,

⁶ W. R. Waters dans son expertise dans la requête R3418-98 présentée par l'AIFQ et l'AQCIE, indique que les utilités publiques ont un rôle social à jouer, tel qu'inscrit dans le pacte social québécois pour l'électricité, qui entraîne de plus bas tarifs, notamment pour les consommateurs résidentiels. L'utilité publique doit couvrir ses coûts et se voit accorder une marge de sécurité qui s'exprime par la couverture d'intérêt (de façon simple c'est le ratio du bénéfice d'exploitation sur la dépense brute d'intérêt, alors que le bénéfice net correspond au bénéfice d'exploitation moins la dépense brute d'intérêt). Selon W. R. Waters une couverture d'intérêt de 110% est à même d'assurer la viabilité financière d'H.Q. et de couvrir divers imprévus possibles.

Voir aussi le rapport de Drazen Consulting qui propose un taux de couverture d'intérêt entre 110 et 130%, tel que cité dans notre preuve du 8/1/2003.

⁷ Voir notre preuve du 7/02/01 p. 45, considérant ce qu'a connu H.Q. dans le passé (entre 1992 et 1997 le taux de couverture moyen d'H.Q. fut de 1,09 et le taux de rendement moyen de 5,7%).

et du fait que la cote de crédit d'H.Q., sous la garantie gouvernementale, dépend d'abord et avant tout de la cote de crédit du gouvernement du Québec.

La profitabilité d'H.Q. pourra être accrue par le biais des activités non réglementées comme les exportations et la R&D.

Un taux de couverture d'intérêt de 120%, donne des profits pour H.Q. en 2002/03 d'environ 600 M\$, et de 100 M\$ pour H.Q. distribution (au lieu de 330 M\$).

De plus pour les consommateurs résidentiels, qui sont les vrais actionnaires d'H.Q., le taux de rendement requis pourrait être nul 0%, ce qui constituerait un versement direct de dividende de la société d'état à leur endroit et respecterait la restriction de la Loi visant à préserver l'interfinancement en faveur de ce secteur.

4) Taux de rendement intégré au lieu de rendements présumés par division :

- Selon l'expert d'U.C., Jacques Bellemare le principe de pass-on et la méthode de comptabilisation proposée par H.Q. pour répartir ses coûts, dont ceux de capital, créé un effet de double levier en faveur d'H.Q. production (non réglementée directement par la Régie de l'énergie).

Cet expert propose de répartir le rendement intégré d'H.Q. sur la base des actifs propres à chaque division plutôt que d'imputer arbitrairement les coûts de capital aux divisions et de créer artificiellement un déficit pour la distribution. Ainsi on peut

s'assurer de tarifs intégrés justes et raisonnables pour les clientèles régulières.

- Nous proposons de manière analogue de reporter le profit excédentaire (en sus du taux de rendement réglementé) de la production (au moins 600 M\$) dans les revenus de la distribution, ce qui permet d'éliminer le déficit présumé de la distribution (339 M\$ en 2002-03 selon H.Q.) et de générer un profit de l'ordre de 261 M\$ pour la distribution (vs un rendement requis de 329,1 M\$).

Cela respecte : l'intention du législateur pour qui les profits excédentaires de la production devaient servir à financer l'interfinancement, l'exigence légale de tarifs justes et raisonnables (A. 49) et "la prise en compte du tarif de fourniture (A. 52.1)".

D) Le % théorique d'avoir propre (38,5% demandé pour la distribution versus 30% accepté par la Régie pour le transport)

- nous apparaît exagéré car c'est cette part d'actif qui porte profit. Pour les raisons énoncées ci-haut la structure de capital devrait être jugée de façon intégrée au lieu de désintégrer H.Q. de façon virtuelle, ce qui accroît le risque et le niveau d'avoir propre requis.

- H.Q. distribution devrait avoir un taux d'avoir propre qui ne dépasse pas le réel

intégré associé à l'activité électrique pour la charge locale.

Selon le Rapport annuel 2001 d'H.Q. , p. 92) son taux consolidé d'avoir propre (de capitalisation) était de 26,8% en 2001, versus 25% en 1998. Nous pensons que ce taux d'avoir propre ne devrait pas être dépassé.

- Un taux de capitalisation présumée différent du taux réel, modifie le partage du profit réel d'H.Q..
- Les experts Kryzanowski et Roberts, dans leur preuve produite pour O.C./FCEI/UMQ, estiment pour H.Q. distribution, que le taux d'avoir propre devrait être entre 33 et 35% (conditionnel à ce qu'il n'y ait pas d'erreur), alors que Morin recommande entre 35 et 40% considérant aussi les utilités américaines.
- Le financement et taux d'emprunt intégrés et communs milite en faveur d'un taux de capitalisation commun propre aux activités électriques réglementées d'H.Q..
- Les études commandées par le Ministère des ressources naturelles (Merryll Lynch, Drazen etc.) ont d'ailleurs utilisé, sans le remettre en question, un taux d'avoir propre réglementaire de 25% pour le transport et la distribution.

- Notons que le taux d'avoir propre de Manitoba Hydro est de 23% au 31 mars 2002, et se situera autour de 22% en 2003.

* LE COÛT MOYEN DE LA DETTE d'H.Q. (9,49% en 2002-03)

Tel que nous l'avons déjà indiqué au thème 3 sur le coût de service, la politique financière d'H.Q. devrait être réévaluée sérieusement et le caractère raisonnable du coût moyen sur la dette devrait être mieux justifié⁸, considérant l'importance de cette dépense, soit environ 40% du coût de service global de la fourniture, du transport et de la distribution, et la baisse marquée des taux d'intérêt depuis 1990.

Notons que le coût moyen de la dette de SCGM était de 7,55% dans son dernier dossier tarifaire vs 7,9% dans le dossier précédent, et que son coût de capital moyen autorisé par la Régie fut de 8,24% avant et 8,41% après, partage des gains de productivité (D-2002-196 p. 9 et 43), alors qu'H.Q. propose 9,92% dans R-3492.

⁸ Notons que le taux moyen de la dette obligataire de B.C. Hydro (Rapport Annuel 2001-2002) a été réduit de 7,8% en 2001-02 (dette de 7,795 G\$) à 6,8% (dette de 7,795 G\$) avant effet des instruments financiers dérivés, et que le taux prospectif de la dette future d'H.Q. est de 6,21%.

La FCEI questionnait aussi le taux élevé de la dette d'H.Q. à 9,77% en 2001-2002, (HQD-10 doc. 5, Q. 35.a, p. 49) considérant que le taux d'intérêt moyen de la dette du gouvernement du Québec était de 6,77% en 2001-2002 et que la part de la dette émise en devises étrangères était de 55% pour H.Q., versus 25,5% pour le gouv. du Québec et 7% pour le gouvernement du Canada (Q. 36.a). Selon les comptes publics au 31/03/02 vol. 1 p. 30 le taux moyen pondéré de la dette du Québec = 6,43% (6,82% en \$ Can et 6,89% en \$US)