



# COÛT DU CAPITAL

**R-3492-2002 : Demande relative à la Détermination  
du coût du service du Distributeur et à la  
modification des tarifs – Phase 2**

**Thème 2**

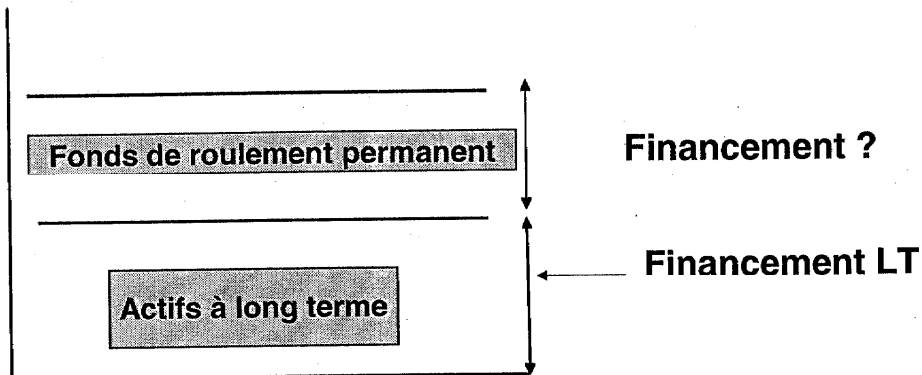
## SUJETS TRAITÉS

- 1) Intégration du financement de court terme
- 2) Capitalisation des projets en construction

Régie de l'énergie
DOSSIER. R-3492-2002
DÉPOSÉE EN AUDIENCE
Date. 20 novembre 2003
Pièces n° HQD-13

doc. 2.1

## LA POLITIQUE DE FINANCEMENT DES ACTIFS DE LA BASE TARIFAIRE



## FINANCEMENT DES ACTIFS NETS CT ?

### Brealey & Myers

*« It is hard to say. There is no convincing theoretical analysis of this question. »*

Principles of Corporate Finance , p. 853 Brealey & Myers, édition 2003

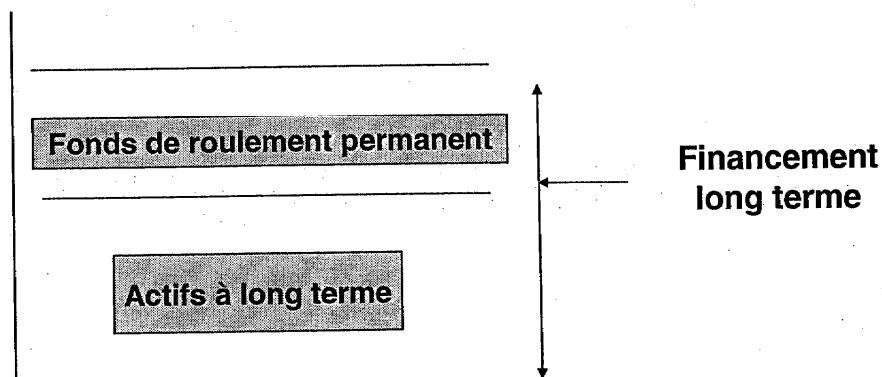
## FINANCEMENT DES ACTIFS NETS CT

- Approche favorisée par HQ est l'appariement selon le concept décrit par Halpern :

« *The firm matches the maturity of the liabilities to the length of time that the funds are needed. Therefore short term assets are financed with short term liabilities and both long term assets and permanent current assets are financed with long term sources.* »

Halpern & AI, p.228, 'Canadian Managerial Finance 1994

## FINANCEMENT DES ACTIFS CT



- La formule du coût de la dette réglementaire exclut donc le financement CT

## **PROPOSITION DE K&R**

K&R propose que l'on finance tous les actifs à court terme avec du financement à court terme pour bénéficier des taux avantageux

Faux débat:

- Le financement LT n'empêche pas HQ de bénéficier des taux de CT : 25% de la dette LT est indexé aux taux de CT
- Niveau de 25% représente un compromis entre le risque et le rendement

## **PROPOSITION DE K&R**

Peu de différences de taux pour HQ entre la dette LT indexée à taux de CT et le financement CT

Différence importante sur le risque de refinancement et sur la profondeur du marché

- Marché canadien du papier commercial en décroissance
- Grève les marges de crédit

## **CAPITALISATION DES FRAIS D'EMPRUNT**

- 1) Coût prospectif vs coût moyen**
- 2) Financement de court terme**
- 3) Structure de capital**
- 4) Valeur d'options**

## **MISE EN CONTEXTE**

- Nouveaux projets versés à la base tarifaire en 2004:  
538 M\$ soit environ 6 %**
- Environ 20 % des projets du Distributeur font l'objet  
de capitalisation**

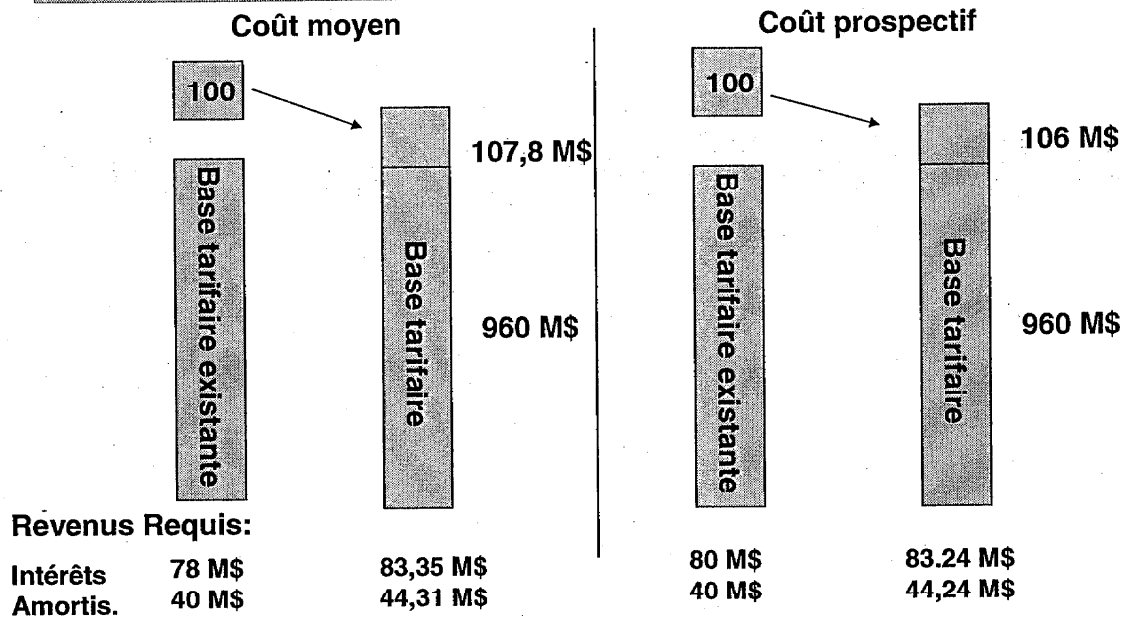
## 1) COÛT PROSPECTIF VS COÛT MOYEN ?

- Distinguer ce débat de celui de la tarification au coût marginal.
- Dans un cadre de réglementation traditionnelle, les deux approches sont équivalentes en valeur présente tant pour le client que l'actionnaire.

## 1) COÛT PROSPECTIF VS COÛT MOYEN

	Coût moyen	Coût prospectif
Coût de la dette appliquée à la base tarifaire	Dette historique + Nouvelle dette associée aux projets en construction	Dette historique
Coût de la dette pour capitalisation	Idem	Nouvelle dette associée aux projets en construction

**Exemple : Base tarifaire de 1 G\$ financée à 8%, nouveau projet de 100 M\$ en construction, coût prospectif de la dette = 6 %, amortissement 25 ans**



## 1) COÛT PROSPECTIF VS COÛT MOYEN

- HQ ne fait pas de «financement de projet».
- Dans une approche de financement intégré, on ne peut identifier les emprunts associés à des projets particuliers.
- Donc de façon pratique:
  - L'approche coût moyen est compatible avec la gestion intégrée.
  - L'approche du coût prospectif ne l'est pas.

## **2) RECOURS AU FINANCEMENT CT ?**

- HQ ne distingue pas entre la phase construction et la phase opération de ses projets.
- Les besoins permanents sont financés par du financement LT (appariement).
- Le client bénéficie des taux de CT via la part de 25% de la dette LT à taux de CT.

## **3) STRUCTURE DE CAPITAL**

- K&R propose implicitement d'utiliser une structure de dette de 93% pour la «phase construction» des projets:
  - 80% de dette CT et 20% au coût pondéré du capital, composé de 65% de dette LT.

### 3) STRUCTURE DE CAPITAL

- Incohérence entre la structure de financement avec 93% de dette pour les projets en construction et la structure globale présumée de 65%.
- Cette proposition augmente le risque financier et remet en cause le rendement sur l'avoir propre accordé
- L'approche du coût moyen du capital préserve la cohérence.

### 4) VALEUR D'OPTIONS

- Option de délai
  - Obligation de servir
  - Le rendement sur l'avoir propre durant la construction est un «profit papier».

## **4) VALEUR D'OPTIONS**

### **□ Option d'abandon**

- **N'a de valeur que si il existe un risque réglementaire important de non récupération des coûts des projets abandonnés**
- **Dans ce cas, il faudrait augmenter le rendement sur l'avoir propre**