ANNEXE A

LA NORME DE RENDEMENT ÉQUITABLE

Trois normes ont émergé de la jurisprudence sur la question du rendement équitable : le critère de l'effet d'attraction des capitaux, le critère de l'intégrité financière et le critère de l'investissement comparable. Certaines causes ont joué un rôle de premier plan dans l'établissement de ces critères au Canada et aux États-Unis, notamment : *Northwestern Utilities Ltd.* v. *Edmonton (City)*, [1929] R.C.S. 186; *Bluefield Water Works & Improvement Co.* v. *Public Service Commission of West Virginia*, 262 U.S. 679, 692 (1923); et *Federal Power Commission* v. *Hope Natural Gas Company*, 320 U.S. 591 (1944).

Dans l'arrêt *Northwestern Utilities*, le juge Lamont a déclaré :

> Le rôle de la régie consistait à fixer des taux justes et raisonnables, c'est-à-dire des taux qui, dans les circonstances, seraient justes pour le consommateur, d'une part et, d'autre part, garantiraient à la société un rendement équitable sur le capital investi. Un rendement équitable signifie que la société pourra retirer du capital investi dans son entreprise un rendement (net) aussi élevé que celui qu'elle aurait obtenu en investissant la même somme dans d'autres placements présentant une attractivité, une stabilité et un degré de certitude comparables à ceux de l'entreprise de la société.

Dans l'arrêt *Bluefield*, les critères de rendement équitable ont été décrits comme suit :

> Un service public a droit à des taux de rendement qui lui permettent de toucher, sur la valeur de la propriété qu'il utilise à des fins d'utilité publique, un rendement égal à celui qui est généralement tiré, au même moment et essentiellement dans la même région du pays, de placements dans d'autres entreprises commerciales qui présentent des risques et un niveau d'incertitude comparables; cependant, le service public n'a aucun droit constitutionnel à des profits tels que ceux qui peuvent être tirés ou attendus d'entreprises très profitables ou d'opérations spéculatives. Le rendement devrait être raisonnablement suffisant pour inspirer confiance dans la solidité financière du service public et devrait être suffisant, moyennant une gestion économique et efficiente, pour maintenir et soutenir la cote de solvabilité du service public et lui permettre de lever les fonds dont il a besoin pour s'acquitter convenablement de ses devoirs publics.

Dans l'arrêt *Hope*, le juge Douglas a déclaré :

> Selon cette norme, le rendement dont bénéficie le propriétaire de capitaux devrait correspondre à ceux qui sont tirés de placements dans d'autres entreprises qui présentent des risques équivalents.

> Qui plus est, ce rendement devrait être suffisant pour maintenir la confiance dans l'intégrité financière de l'entreprise, de manière à préserver sa cote de solvabilité et à attirer des capitaux.

Le fait que le rendement autorisé soit appliqué en fonction d'une base tarifaire au coût d'origine est un élément clé qui permet de distinguer entre les critères de l'effet d'attraction des capitaux et de l'intégrité financière d'une part et le critère de l'investissement comparable d'autre part. Le type de base tarifaire détermine les flux de bénéfices et donc le rendement à l'actionnaire (dividendes et plus-value en capital). Dans les premières années de la réglementation du taux de rendement en Amérique du Nord, la méthode appropriée pour établir la base d'investissement faisait l'objet de vives discussions. C'était l'objectif de fixer les tarifs d'un service public de manière à permettre un rendement équitable sur la valeur juste du capital investi dans l'entreprise qui était à l'origine de cette controverse. Le nœud du débat portait sur la définition de la valeur juste du capital investi : Est-ce le coût originel, le coût de remplacement ou la valeur du marché? Finalement, l'arrêt *Hope* opta pour « le caractère raisonnable du résultat final » au lieu de spécifier une méthode particulière de déterminer la base tarifaire. L'utilisation d'une base tarifaire au coût historique est devenue la norme car elle offrait un objectif, un point de départ mesurable qui sert dans le calcul du taux de rendement. Toutefois, cela ne signifie pas que la base tarifaire au coût historique constitue nécessairement la « valeur juste » de l'investissement.

Néanmoins, lorsque les organismes de réglementation appliquent un « coût de l'attraction du capital » dérivé du marché à une base tarifaire au coût historique, il en résulte, en principe, une évolution de la valeur du marché de l'investissement vers le coût historique, en raison de l'hypothèse erronée que ce dernier est égal à la « valeur juste ». Ce résultat d'une « valeur juste égale au coût d'origine » découle de la manière dont la notion du « coût » a été interprétée et appliquée plus largement pour établir d'autres éléments de coût dans la réglementation des services publics en Amérique du Nord. Pour la plupart des services publics, les tarifs sont fixés en fonction des coûts comptables; cette approche a été appliquée au coût de l'endettement, à l'amortissement et à toutes les dépenses d'exploitation et d'entretien.

Selon les économistes, la définition théoriquement appropriée du coût, c'est le coût marginal ou différentiel. Dans le cas des services publics réglementés, les coûts historiques ont pris la place des coûts marginaux pour deux raisons : d'abord, en pratique, il est difficile de mesurer les coûts différentiels à long terme; deuxièmement, dans les services publics à forte intensité de capital, une tarification sur la base des coûts marginaux à court terme ne permettrait pas de couvrir les coûts totaux engagés.

La détermination du rendement des actions ordinaires de sociétés réglementées a traditionnellement relevé d'une approche « hybride ». Le coût des capitaux propres est une mesure prospective du rendement requis des investisseurs. Il s'agit donc d'une notion basée sur un coût différentiel. Toutefois, le rendement du capital-actions requis n'est pas appliqué à une base tarifaire déterminée de la même façon (c'est-à-dire en fonction du coût actuel). Il est plutôt appliqué à une base tarifaire au coût d'origine. Lorsqu'il existe une différence significative entre la base tarifaire au coût d'origine et le coût actuel de l'investissement, l'application du coût actuel de l'attraction de capital à la base tarifaire au coût d'origine a pour résultat de produire un flux de bénéfices qui est sensiblement plus faible que l'application de ce même coût à la valeur du marché de l'investissement. Du reste, cette divergence dans les flux de bénéfices entre ces deux cas (rendement calculé en fonction de la valeur comptable ou, alternativement, en fonction de la valeur du marché) est amplifiée par la longue vie utile des actifs des services publics.

Le coût actuel de l'attraction de capital est mesuré par rapport aux valeurs du marché. Par exemple, la méthode des flux monétaires actualisés mesure le rendement que les investisseurs exigent sur la valeur du marché de leurs capitaux propres. Dans le cas d'un service public réglementé sur la base du coût d'origine (la valeur comptable), le coût actuel de l'attraction de capitaux propres n'équivaut qu'au rendement requis des investisseurs sur la valeur comptable lorsque la valeur du marché des actions ordinaires est égale à la valeur comptable. Au fur et à mesure que la valeur du marché des capitaux propres d'un service public réglementé acquiert une valeur supérieure à leur valeur comptable, l'application d'un coût du capital-actions dérivé de la valeur marchande à la valeur comptable de ces capitaux propres produit une sous-estimation de plus en plus grande du rendement requis des investisseurs (en dollars).

Certains prétendent que la valeur au marché des actions de services publics devrait être égale à leur valeur comptable. Toutefois, cette conclusion va à l'encontre des principes économiques. Un principe économique fondamental établit la relation attendue entre la valeur du marché et le coût de remplacement. Cette relation cautionne la thèse que les valeurs du marché devraient être plus fortes que les valeurs comptables historiques. Selon ce principe économique, à plus long terme, dans une industrie dans son ensemble, la valeur du marché devrait être égale au coût de remplacement des actifs. Le raisonnement de ce principe est que si la valeur du marché des entreprises dépasse le coût de remplacement de la capacité productive, il existe une incitation à établir de nouvelles entreprises. L'ajout de ces nouvelles entreprises entraînerait une baisse dans le prix des biens et des services, ce qui réduirait les profits et les valeurs du marché de toutes les entreprises du secteur. Dans le cas contraire, il y a une incitation à désinvestir, c'est-

à-dire à ne pas remplacer les actifs amortis. La disparition d'entreprises raffermirait le prix des biens et des services, augmenterait les bénéfices des entreprises restantes et, par conséquent, augmenterait la valeur du marché de ces mêmes entreprises. Dans une situation d'équilibre, la valeur du marché devrait être égale au coût de remplacement. En présence de l'inflation, même à des niveaux modérés, le coût de remplacement devrait être plus élevé que la valeur comptable d'origine des actifs, même en l'absence d'avancées technologiques significatives. Ainsi, la valeur marchande des actions des services publics devrait normalement être plus élevée que leur valeur comptable.

Par conséquent, lorsque l'on fixe le rendement autorisé sur la valeur comptable du coût d'origine, un coût de l'attraction de capital qui est dérivé du marché doit être converti pour assurer un rendement équitable et raisonnable en fonction de la valeur comptable des capitaux propres. Cette conversion du coût de capital dérivé du marché à un rendement équitable sur la valeur comptable permet d'assurer que les flux de bénéfices sur la valeur comptable équivalent aux rendements requis des investisseurs sur la valeur du marché.