ANNEXE E
AJUSTEMENT POUR MARGE DE MANŒUVRE FINANCIÈRE

Il faut un ajustement des résultats du modèle de la prime de risque et du modèle des flux monétaires actualisés pour assurer une marge de manœuvre financière car le calcul du rendement requis basé sur les données du marché produit un coût « minimal ». Ce coût est « minimal » dans la mesure où, théoriquement, si ce rendement s'applique à la valeur comptable de la base tarifaire (et gagné sur celle-ci, en supposant que le rendement escompté correspond au rendement autorisé), la valeur du marché du service public avoisinerait sa valeur comptable.

L'ajustement pour marge de manœuvre financière est une partie essentielle du coût du capital ainsi qu'un élément nécessaire de la notion du rendement équitable. Cet ajustement a pour but de couvrir trois aspects distincts : (1) les frais d'émission, comprenant les coûts de financement et la pression boursière au moment de la vente de nouvelles actions; (2) une marge, ou coussin, en cas de conditions imprévues sur le marché des capitaux; et (3) une reconnaissance du principe « d'équité ». En vertu de ce principe, la réglementation ne devrait pas viser à maintenir le cours boursier des actions d'un service public autour de leur valeur comptable alors que des sociétés non-réglementées d'un niveau de risque d'investissement comparable parviennent maintenir la valeur réelle de leurs actifs bien au-delà de leur valeur comptable et ce, de façon soutenue.

L'ajustement pour marge de manœuvre financière constitue une reconnaissance que la réglementation du rendement demeure, essentiellement, un substitut à la concurrence. Les entreprises non-réglementées concurrentielles ayant un niveau de risque assez comparable à celui des services publics parviennent à maintenir la valeur réelle de leurs actifs bien au-delà de leur valeur comptable de façon soutenue. Ce résultat confirme la thèse à l'effet que, dans un marché compétitif, la valeur du marché tend à égaler le coût de remplacement des actifs et non pas leur valeur comptable.

La réglementation du rendement des services publics ne devrait pas chercher à reproduire les ratios cours/valeur comptable réalisés par de telles entreprises non-réglementées. Mais, en même temps, elle ne devrait pas non plus empêcher les services publics d'atteindre un niveau d'intégrité financière qui tienne compte, jusqu'à un certain point, de la tendance à plus long terme de la valeur marchande des sociétés non-réglementées d'égaler le coût de remplacement de leur capacité productive. La

justification d'une telle politique ne tient pas uniquement à des motifs d'équité mais aussi à des arguments économiques : il faut, en effet, éviter une mauvaise allocation des capitaux. Faire abstraction de ces principes dans l'établissement d'une provision pour marge de manœuvre appropriée revient à ignorer la prémisse fondamentale de la réglementation. Un tel ajustement découle de la reconnaissance du fait que le rendement du marché dérivé de la méthode de la prime de risque des capitaux propres doit être ajusté pour générer un rendement équitable et raisonnable lorsqu'il est appliqué en fonction de la valeur comptable. La notion d'un ajustement pour marge de manœuvre financière, ou encore pour des frais d'émission, a été acceptée par la plupart des autorités de réglementation canadienne.

Ce raisonnement a été retenu par l'Independent Assessment Team (IAT), une équipe mandatée par l'Alberta Department of Resource Development pour déterminer les paramètres de coût des accords d'achat d'énergie (*Power Purchase Arrangement*—PPAs) des centrales électriques réglementées existantes. L'IAT est arrivé à la conclusion suivante sur les frais d'émission dans son rapport de 1999 :

> [Cet ajustement] est parfois associé aux frais d'émission, mais il est plus juste de le considérer comme un coussin financier qui est particulièrement à propos vu l'utilisation des valeurs comptables historiques dans la réglementation traditionnelle du taux de rendement au Canada. Aucun ajustement de ce type n'a jamais été fait dans les causes tarifaires au Royaume-Uni car dans ce pays on tend à utiliser les valeurs du marché ou les coûts actuels.[21]

L'Alberta Energy and Utilities Board entérina le rapport de l'IAT dans la décision U99113 (décembre 1999).

Au minimum, l'ajustement pour marge de manœuvre financière devrait être suffisant pour permettre au service public de maintenir sa valeur du marché notionnelle un peu au-dessus de sa valeur comptable, c'est-à-dire à un ratio cours/valeur comptable entre 1,05 et 1,10. À ce niveau, le service public peut recouvrer ses coûts de financement réels et serait également en mesure d'attirer de nouveaux capitaux (dans la plupart des scénarios de marché) sans porter atteinte à son intégrité financière. Pour maintenir le ratio cours/valeur comptable entre 1,05 et 1,10, l'ajustement pour marge de manœuvre financière doit être d'environ 50 points de base.[22]

---

[21] *Independent Assessment Team Power Purchase Arrangement Report*, juillet 1999, page XLV, note 99.
[22] L'ajustement pour marge de manœuvre financière est calculé à l'aide de la formule suivante basée sur le modèle des flux monétaires actualisés :

De plus, l'ajustement pour marge de manœuvre financière doit également tenir compte du fait que les estimations générées par le modèle de la prime de risque sur capitaux propres et par le modèle des flux monétaires actualisés proviennent dans les deux cas des valeurs au marché des capitaux propres. Le coût du capital reflète la valeur au marché des capitaux des entreprises, tant la dette comme les fonds propres. Les valeurs du marché des structures financières peuvent être substantiellement différentes de leurs valeurs comptables. Lorsque la valeur au marché du ratio du capital-actions ordinaire est plus élevée (moins élevée) que sa valeur comptable, le marché impute moins (plus) de risque financier à la société que le risque « comptable », c'est-à-dire tel que calculé en fonction de la valeur comptable de la structure financière. Un risque financier plus élevé entraîne un coût du capital-actions ordinaire plus élevé, toutes choses étant égales par ailleurs.

On peut illustrer ce concept avec un exemple de la vie courante : supposons que j'ai acheté ma maison il y a dix ans pour 100 000 $ et que j'ai contracté un prêt hypothécaire de 100 000 $ (le plein montant). Aujourd'hui, ma maison vaut 250 000 $ et je dois encore 85 000 $ sur mon hypothèque. Si je devais demander un prêt, la banque évaluerait ma valeur nette (avoir) à 165 000 $ (soit la valeur au marché de la maison de 250 000 $ moins les 85 000 $ à payer sur l'hypothèque), et non pas à 15 000 $, ma valeur nette comptable (le prix d'acquisition moins la portion impayée de l'hypothèque). C'est la valeur marchande de ma maison qui détermine mon risque financier du point de vue de la banque, non pas le prix d'acquisition. Le même principe s'applique lorsqu'il est question d'estimer le coût du capital-actions ordinaire. Ce n'est pas la valeur comptable des actions ordinaires qui est la mesure pertinente du risque financier pour les investisseurs –c'est plutôt leur valeur au marché, c'est-à-dire leur cours actuel à la bourse.

$$\text{Rendement de la valeur comptable des capitaux propres} = \frac{\text{ratio cours/valeur comptable x coût du capital-actions « minimal »}}{1 + [\text{taux de rétention (ratio cours/valeur comptable} - 1{,}0)]}$$

Si le ratio cours/valeur comptable est de 1,075 (point médian entre 1,05 et 1,10), en supposant un taux de rétention de 35 % et un coût du capital-actions de 10,0 %, le RCA indiqué est :

$$\text{RCA} = \frac{1.075 \times 10.0\%}{1 + [.35\ (1.075 - 1.0)]}$$

$$\text{RCA} = 10{,}5\ \%$$

L'écart de 50 points de base entre le RCA et le coût du capital-actions « minimal » constitue l'ajustement pour marge de manœuvre financière.

Le coût du capital-actions a été estimé à l'aide d'échantillons de sociétés témoins comparables présentant un niveau de risque financier plus faible, tel que reflété dans la valeur marchande de leurs structures financières, que le niveau de risque financier reflété dans la valeur comptable de ces mêmes structures financières. Dans la réglementation conventionnelle, le rendement autorisé des capitaux propres est calculé en fonction de la valeur comptable de la structure financière. Lorsque les valeurs au marché des ratios capitaux propres/actifs de services publics témoins dépassent largement leurs valeurs comptables, la non-reconnaissance du niveau de risque financier plus élevé de la structure financière comptable par rapport au risque financier des échantillons de services publics témoins a pour résultat une sous-estimation du coût du capital-actions, une relation qui ne passe pas inaperçue chez les investisseurs.

Il y a deux approches pour quantifier la portée de l'impact d'un changement du risque financier sur le coût du capital-actions. La première approche est basée sur la théorie qui prétend que le coût global du capital ne change pas substantiellement sur une assez large gamme de structures financières. La deuxième approche est basée sur un modèle théorique qui avance l'hypothèse que le coût global du capital baisse à mesure que le ratio d'endettement monte en raison de la déductibilité des frais d'intérêt.[23]

On retrouve les équations et les intrants utilisés dans ces deux approches pour calculer le changement dans le coût du capital-actions aux annexes 20 et 21. La pleine reconnaissance de la différence dans le risque financier entre les valeurs au marché des structures financières de services publics canadiens dont les actions sont négociées à la bourse ainsi que celles des distributeurs américains présentant un faible risque, d'une part, et la valeur comptable typique de la structure financière des services publics règlementés canadiens, de même que des distributeurs de gaz et d'électricité américains (40 % et 48 % des capitaux propres, respectivement; voir les annexes 4 et 5), d'autre part, a pour résultat un accroissement du coût du capital-actions d'environ 115 points de base.

[23] La seconde approche ne tient compte d'aucun des facteurs qui puisse diminuer les avantages de l'endettement vis-à-vis les impôts sur les bénéfices des sociétés, dont les coûts de faillite/perte de marge de manœuvre financière, l'impact de l'impôt sur le revenu des particuliers sur l'attractivité des émissions de titres de créance ou encore la transmission aux clients des avantages de la déductibilité des frais d'intérêt.
Ainsi, l'application de cette deuxième approche produit une surestimation de l'impact de l'effet de levier sur le coût global du capital et une sous-estimation de l'impact d'un accroissement de l'effet de levier financier sur le coût du capital-actions.