

# D É C I S I O N

QUÉBEC

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

---

D-2022-119	R-4156-2021 Phase 2	26 octobre 2022
------------	------------------------	-----------------

---

## PRÉSENTS :

Jocelin Dumas  
Lise Duquette  
Esther Falardeau  
Régisseurs

---

Énergir, s.e.c.  
Gazifère Inc.  
Intragaz, s.e.c.  
Demanderesses

et

**Intervenants dont les noms apparaissent ci-après**

---

## Décision sur le fond

*Demande conjointe relative à la fixation de taux de rendement et de structures de capital*



**Demanderesses :**

**Énergir, s.e.c. (Énergir)**

**représentée par M<sup>e</sup> Éric Bédard, M<sup>e</sup> Marie-Pier Cloutier et M<sup>e</sup> Patrick Ouellet;**

**Gazifère Inc. (Gazifère)**

**représentée par M<sup>e</sup> Adina Georgescu;**

**Intragaz, s.e.c. (Intragaz)**

**représentée par M<sup>e</sup> Adina Georgescu.**

**Intervenants :**

**Association des consommateurs industriels de gaz (ACIG)**

**représentée par M<sup>e</sup> Paule Hamelin;**

**Association Hôtellerie Québec et Association Restauration Québec (AHQ-ARQ)**

**représenté par M<sup>e</sup> Steve Cadrin;**

**Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI)**

**représentée par M<sup>e</sup> André Turmel;**

**Option consommateurs (OC)**

**représentée par M<sup>e</sup> Éric McDevitt David.**

## TABLE DES MATIÈRES

<b>1. INTRODUCTION</b> .....	5
<b>2. CONCLUSIONS PRINCIPALES DE LA RÉGIE</b> .....	8
<b>3. CADRE JURIDIQUE</b> .....	8
<b>4. FAITS SAILLANTS DE LA POSITION DES EXPERTS DES DEMANDERESSES ET DES INTERVENANTS</b> .....	16
<b>5. RISQUES D’AFFAIRES</b> .....	19
5.1 Position des Demanderesses.....	19
5.2 Position des intervenants.....	26
5.3 Opinion de la Régie.....	33
<b>6. STRUCTURE DE CAPITAL ET TAUX DE RENDEMENT</b> .....	35
6.1 Position des Demanderesses.....	35
6.2 Opinion de la Régie sur la structure de capital présumée des Demanderesses.....	41
6.3 Opinion de la Régie sur le taux de rendement des Demanderesses.....	54
<b>7. PÉRIODE D’APPLICATION</b> .....	76
<b>8. COMPTES DE FRAIS REPORTÉS</b> .....	77
<b>9. DEMANDE D’ORDONNANCE DE TRAITEMENT CONFIDENTIEL</b> .....	78
<b>DISPOSITIF</b> .....	81

## 1. INTRODUCTION

[1] Le 16 avril 2021, Énergir, Gazifère et Intragaz (les Demanderesses) déposent à la Régie de l'énergie (la Régie), en vertu des articles 32, 48, 49 (3<sup>o</sup>) et 51 de la *Loi sur la Régie de l'énergie*<sup>1</sup> (la Loi), une demande conjointe relative à la fixation de taux de rendement et de structures de capital<sup>2</sup>.

[2] Cette demande s'inscrit à la suite des décisions D-2020-145<sup>3</sup> et D-2020-104<sup>4</sup> alors que la Régie constatait un contexte de taux d'intérêt sans risque faible et ne démontrant pas de signe de redressement. Le dépôt de la demande et son traitement se sont plutôt déroulés dans un contexte de turbulence des marchés financiers, de pandémie, de tensions géopolitiques internationales et d'une hausse récente importante des taux d'intérêt.

[3] Dans cette demande, les Demanderesses proposent que deux aspects, soit l'autorisation de procéder conjointement et l'autorisation d'engager des dépenses, assorties à la création de comptes de frais reportés (CFR), soient traités dans une phase 1. Le dépôt de la preuve des Demanderesses et l'examen au mérite sur les taux de rendement et les structures de capital applicables à chacune des Demanderesses seraient traités dans une deuxième phase.

[4] Le 30 juin 2021, la Régie rend sa décision D-2021-083<sup>5</sup> portant sur la reconnaissance des intervenants, l'autorisation de procéder conjointement à la demande relative à la fixation de taux de rendement et de structures de capital et l'autorisation d'engager des dépenses, assorties à la création de CFR.

[5] Entre le 5 et le 8 novembre 2021, les Demanderesses déposent une demande conjointe dans le cadre de la phase 2 du présent dossier<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> [RLRQ, c. R-6.01](#).

<sup>2</sup> Pièce [B-0002](#).

<sup>3</sup> Dossier R-4119-2020, décision [D-2020-145](#), p. 92, par. 377.

<sup>4</sup> Dossier R-4122-2020 Phase 1A, décision [D-2020-104](#), p. 22, par.72.

<sup>5</sup> Décision [D-2021-083](#).

<sup>6</sup> Pièce [B-0011](#).

[6] Le 25 janvier 2022, la Régie rend sa décision D-2022-006<sup>7</sup> dans le cadre de la phase 2, portant sur les sujets d'intervention, le traitement des demandes de reconnaissance de statut d'expert, les budgets de participation, la demande de l'ACIG relative à l'octroi d'une avance de 140 000 \$ pour les frais d'experts et le calendrier d'examen du dossier.

[7] Le 7 février 2022, les Demanderesses déposent un complément de preuve.

[8] Entre le 24 février et le 1<sup>er</sup> mars 2022, la Régie et les intervenants déposent leur demande de renseignements (DDR) n° 1 auprès des Demanderesses. Le 23 mars 2022, les Demanderesses déposent leurs réponses à ces DDR.

[9] Entre le 25 et le 29 mars 2022, l'ACIG et l'AHQ-ARQ déposent une contestation de certaines réponses des Demanderesses à leur DDR.

[10] Le 5 avril 2022, la Régie rend sa décision D-2022-046<sup>8</sup> sur les contestations relatives à certaines réponses des Demanderesses aux DDR de l'ACIG et de l'AHQ-ARQ.

[11] Le 12 mai 2022, l'ACIG dépose une demande de reconnaissance du statut de témoin expert pour le Dr Laurence Booth et le Dr Asa S. Hopkins.

[12] Le 13 mai 2022, les Demanderesses déposent une demande de reconnaissance du statut de témoin expert pour la Dre Bente Villadsen et pour le Dr Toby Brown<sup>9</sup>.

[13] Le 20 mai 2022, les Demanderesses contestent la demande de reconnaissance du statut de témoin expert de l'ACIG demandée pour le Dr Hopkins<sup>10</sup>.

[14] Le 10 juin 2022, les Demanderesses déposent une demande amendée (la Demande)<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Décision [D-2022-006](#).

<sup>8</sup> Décision [D-2022-046](#).

<sup>9</sup> Pièce [B-0309](#).

<sup>10</sup> Pièce [B-0320](#).

<sup>11</sup> Pièce [B-0331](#).

[15] Du 12 au 20 juin 2022, la Régie tient une audience sur la phase 2 du présent dossier. Lors de cette audience, le 16 juin 2022, la Régie rend sa décision relative aux demandes de reconnaissance de statut d'expert. Ainsi, elle reconnaît le statut d'expert de :

- Dr Asa S. Hopkins à titre de : « *expert on energy transition in the gas industry, and business risk* »;
- Dr Laurence Booth à titre d'« *expert on rate of return, capital structure and business risk* »<sup>12</sup>;
- Dr Toby Brown à titre d'expert dans l'évaluation des risques commerciaux d'entreprises d'utilité publique règlementées aux fins de la détermination du taux de rendement et de la structure de capital;
- Dre Bente Villadsen à titre d'experte dans la détermination du taux de rendement et de la structure de capital d'entreprises d'utilité publique règlementées.

[16] Le 5 juillet 2022, la Régie précise et fixe les échéances pour le dépôt des plaidoiries écrites des Demanderesses et des intervenants ainsi que pour le dépôt des répliques écrites des Demanderesses.

[17] Le 19 juillet 2022, les Demanderesses déposent leur réplique, date à laquelle la Régie entame son délibéré.

[18] Dans la présente décision, la Régie se prononce sur la Demande ainsi que sur la demande d'ordonnance de traitement confidentiel.

---

<sup>12</sup> Pièce [A-0062](#), p. 11.

## 2. CONCLUSIONS PRINCIPALES DE LA RÉGIE

[19] La Régie détermine un taux de rendement de 8,9 % sur l'avoir propre d'Énergir pour une application à l'année tarifaire 2022-2023, débutant le 1<sup>er</sup> octobre 2022. Elle approuve également une structure en capital présumée d'Énergir constituée de 38,5 % d'avoir propre, 7,5 % d'actions privilégiées et de 54 % de dette.

[20] La Régie détermine que le taux de rendement des capitaux propres (TRCP) d'Intragaz sera lié à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033, de telle sorte que leur taux de rendement sur « l'équité » soit équivalent en fonction de leur structure de capital propre. Elle approuve une structure en capital présumée d'Intragaz constituée de 46 % d'avoir propre et de 54 % de dette.

[21] Enfin, la Régie détermine un taux de rendement de 9,05 % sur l'avoir propre de Gazifère pour une application à l'année tarifaire 2023, débutant le 1<sup>er</sup> janvier 2023. Elle approuve également une structure en capital présumée de Gazifère constituée de 40 % d'avoir propre et de 60 % de dette.

## 3. CADRE JURIDIQUE

[22] À la suite de la DDR n° 3 de la Régie<sup>13</sup>, les Demanderesses déposent la Demande<sup>14</sup> afin que la Régie détermine leur taux de rendement et approuve leur structure de capital :

*« APPROUVER un taux de rendement de 10 % sur l'avoir propre d'Énergir, le tout conformément aux recommandations de la Dre Villadsen (pièce B-0015, ÉGI-1), et ce, pour une application à l'année tarifaire 2022-2023, débutant le 1er octobre 2022;*

*APPROUVER une structure en capital présumée d'Énergir constituée de 43 % d'équité et de 57% de dette;*

---

<sup>13</sup> Pièce [B-0330](#), p. 1.

<sup>14</sup> Pièce [B-0331](#).



*APPROUVER un taux de rendement de 10 % sur l'avoir propre de Gazifère, le tout conformément aux recommandations de la Dre Villadsen (pièce B-0015, ÉGI-1), et ce, pour une application à l'année tarifaire 2023, débutant le 1er janvier 2023;*

*APPROUVER une structure en capital présumée de Gazifère constituée de 45 % d'équité et de 55 % de dette;*

*APPROUVER un taux de rendement de 10 % sur l'avoir propre d'Intragaz, le tout conformément aux recommandations de la Dre Villadsen (pièce B-0015, ÉGI-1), et ce, pour une application à la période tarifaire 2023 à 2032, débutant le 1er mai 2023;*

*APPROUVER une structure en capital présumée d'Intragaz constituée de 43 % d'équité et de 57 % de dette;*

[...] »<sup>15</sup>.

[23] Diverses dispositions de la Loi encadrent l'exercice de la fixation d'un taux de rendement par la Régie.

[24] Ainsi, en vertu de l'article 49 de la Loi, lorsque la Régie fixe un tarif de gaz naturel, ce dernier doit être « *juste et raisonnable* » (article 49 (1) (7<sup>o</sup>)). Le tarif qu'elle fixe doit permettre de réaliser un rendement raisonnable sur la base de tarification (article 49 (1) (3<sup>o</sup>) de la Loi). De plus, la Régie doit procéder à cet exercice en s'assurant du respect des ratios financiers (article 49 (1) (5<sup>o</sup>) de la Loi). La Loi ne prévoit pas que le taux de rendement doit être « *juste et raisonnable* ». La Loi prévoit plutôt que le tarif fixé par la Régie doit « *permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification* ».

[25] Ainsi, pour chacune des Demanderesses, en vertu de l'article 51 de la Loi, les tarifs ne doivent pas prévoir des taux plus élevés ou des conditions plus onéreuses qu'il n'est nécessaire pour permettre, notamment, de couvrir les coûts de capital et d'exploitation, de maintenir la stabilité du distributeur et le développement normal de son réseau de distribution ou d'assurer un rendement raisonnable sur la base de tarification.

---

<sup>15</sup> Pièce [B-0331](#), p. 7.

[26] Dans sa décision D-2009-156<sup>16</sup>, la Régie précisait son rôle et ses pouvoirs lorsqu'elle fixe un taux de rendement pour un distributeur. À ces fins, elle faisait une revue de la jurisprudence encadrant le concept de taux de rendement raisonnable, notamment à travers les décisions *Bluefield*<sup>17</sup> et *Hope*<sup>18</sup> de la Cour suprême américaine. À travers cette revue, la Régie notait, entre autres, qu'une entreprise de service public a non seulement droit à des revenus lui permettant de couvrir ses frais d'exploitation, mais aussi à des revenus suffisants pour couvrir son coût en capital. Elle notait également que c'est la résultante de l'exercice réglementaire qui doit être juste et raisonnable et non la méthode utilisée pour y parvenir, tel que mentionné à l'arrêt *Hope* :

« [184] Les principes juridiques encadrant le concept d'un taux de rendement raisonnable ont d'abord été énoncés par deux décisions de principe de la Cour suprême américaine, les causes *Bluefield* et *Hope*. La première de ces deux décisions énonce la norme par laquelle la raisonabilité d'un tarif est jugée :

« *A public utility is entitled to such rates as will permit it to earn a return on the value of the property which it employs for the convenience of the public equal to that generally being made at the same time and in the same general part of the country on investments in other business undertakings which are attended by corresponding, risks and uncertainties, but it has no constitutional right to profits such as are realized or anticipated in highly profitable enterprises or speculative ventures. The return should be reasonably sufficient to assure confidence in the financial soundness of the utility, and should be adequate, under efficient and economical management, to maintain and support its credit and enable it to raise the money necessary for the proper discharge of its public duties. A rate of return may be reasonable at one time and become too high or too low by changes affecting opportunities for investment, the money market, and business conditions generally* » ».  
[notes de bas de page omises]

---

<sup>16</sup> Dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 44 à 50.

<sup>17</sup> *Bluefield Water Works & Improvement Co. c. Public Service Commission of West Virginia* 262 U. S. 679 (1923).

<sup>18</sup> *Federal Power Commission c. Hope Natural Gas Company* 320 U. S. 591 (1944).

[27] En ce qui a trait aux droits d'une entreprise d'utilité publique à des revenus pour lui permettre non seulement de couvrir ses frais d'exploitation, mais également son coût en capital, la décision *Hope* est venue compléter la norme à cet égard :

*« The ratemaking process under the Act, i.e., the fixing of "just and reasonable" rates, involves a balancing of the investor and the consumer interests. Thus, we stated in the Natural Gas Pipeline Co. case that "regulation does not insure that the business shall produce net revenues" [...]. But, such considerations aside, the investor interest has a legitimate concern with the financial integrity of the company whose rates are being regulated. From the investor or company point of view, it is important that there be enough revenue not only for operating expenses, but also for the capital costs of the business. These include service on the debt and dividends on the stock. [...] By that standard, the return to the equity owner should be commensurate with returns on investments in other enterprises having corresponding risks. That return, moreover, should be sufficient to assure confidence in the financial integrity of the enterprise, so as to maintain its credit and to attract capital. [...] ».* [note de bas de page omise]

[28] Enfin, tel que mentionné plus haut, l'arrêt *Hope* précise que c'est la résultante de l'exercice règlementaire qui doit être juste et raisonnable, et non la méthode utilisée pour y parvenir :

*« [...] We held in Federal Power Commission v. Natural Gas Pipeline Co. [...], that the Commission was not bound to the use of any single formula or combination of formulae in determining rates. Its ratemaking function, moreover, involves the making of «pragmatic adjustments». And when the Commission's order is challenged in the courts, the question is whether that order, "viewed in its entirety," meets the requirements of the Act. Under the statutory standard of "just and reasonable," it is the result reached, not the method employed, which is controlling. [...] It is not theory, but the impact of the rate order, which counts. If the total effect of the rate order cannot be said to be unjust and unreasonable, judicial inquiry under the Act is at an end. The fact that the method employed to reach that result may contain infirmities is not then important. Moreover, the Commission's order does not become suspect by reason of the fact that it is challenged. It is the product of expert judgment which carries a presumption of validity. And he who would upset the rate order under the Act carries the heavy burden of making a convincing showing that it is invalid because it is unjust and unreasonable in its consequences. [...] ».* [note de bas de page omise]

[29] L'examen de la jurisprudence pertinente a également fait ressortir trois critères qui ont été historiquement reconnus par les régulateurs comme base pour l'établissement de la norme du rendement raisonnable, soit les critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'attraction des capitaux.

[30] Ainsi, pour être raisonnable, un taux de rendement sur le capital doit répondre aux trois critères suivants :

- être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une autre entreprise présentant un risque analogue (critère de l'investissement comparable);
- permettre à l'entreprise d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables (critère de l'effet d'attraction de capitaux);
- permettre à l'entreprise réglementée de préserver son intégrité financière (critère de l'intégrité financière).

[31] Dans sa décision D-2009-156<sup>19</sup>, la Régie concluait que ces critères font consensus et qu'ils peuvent servir de guide dans l'exercice de sa juridiction à l'égard de la fixation d'un taux de rendement raisonnable.

[32] Par ailleurs, dans cette même décision, la Régie considérait que son devoir était de déterminer un taux de rendement raisonnable et que la méthode qu'elle utilisait à ces fins relevait de sa discrétion. À cet égard, la Régie rappelait que les tribunaux ont reconnu la grande latitude et la discrétion des organismes de régulation dans le choix de la méthode pour fixer un taux de rendement raisonnable sur l'avis de l'actionnaire.

---

<sup>19</sup> Dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#).

[33] Dans sa décision D-2014-034, la Régie notait les trois critères énoncés plus haut, mais ajoutait qu'elle devait également prendre en considération certains principes d'évaluation du rendement raisonnable, dont celui de l'indépendance de l'entreprise règlementée (*stand alone*), le principe du coût d'opportunité, ainsi que la prise en considération de plusieurs méthodes et modèles d'évaluation<sup>20</sup>.

[34] La Régie tient par ailleurs à apporter certaines précisions en lien avec le critère de l'intégrité financière. En suivi aux réponses de la Dre Villadsen à sa DDR n° 1, le Dr Booth demande à cette dernière un complément en réponse à la DDR suivante :

*« 3.2 Please indicate any statements that Dr. Villadsen is aware of from previous Régie decisions that the Régie targets a particular bond rating »<sup>21</sup>.*

[35] À cette question, la Dre Villadsen répond qu'elle est d'avis que l'intégrité financière implique une cote de crédit « A » pour une entité règlementée canadienne :

*« Réponse : Dr. Villadsen is not aware of any previous Régie decisions that target a specific credit rating. However, Dr. Villadsen is aware that in D-2009-156, paragraph 173, the Régie stated that the return must enable the regulated company to preserve its financial integrity. It is Dr. Villadsen's view that this means an A range rating for a Canadian regulated utility. An A range target is ideal because it gives the regulated entity some headroom to maintain investment-grade metrics if cash flows or debt levels deviate in the near-term. Setting a target lower than the A range for a Quebec utility (for example, BBB range) risks the company's ability to maintain its financial integrity. Simply put, a lower range gives the Canadian utility less headroom and risks the company falling into sub-investment grade territory if cash flows or debt levels deviate from expectations »<sup>22</sup>. [nous soulignons]*

[36] Or, dans sa décision D-2009-156, la Régie indiquait que le taux de rendement devait permettre à l'entreprise règlementée de maintenir son intégrité financière, mais que cette intégrité financière n'impliquait pas une cote « A » pour une entreprise règlementée. Elle constatait, plutôt, que la cote « A », confirmée par les rapports des agences de crédit et une perspective stable, ne permettait pas de conclure que l'intégrité financière de Gaz Métro aurait été remise en question en raison de taux de rendement déterminés à l'aide de la

<sup>20</sup> Dossier R-3842-2013, décision [D-2014-034](#), p. 7 et 8.

<sup>21</sup> Pièce [B-0193](#), p. 4.

<sup>22</sup> Pièce [B-0193](#), p. 4.

formule d'ajustement automatique :

*« [207] La Régie constate que les écarts entre le rendement des obligations gouvernementales de long terme et celui des obligations cotées « A », ou celui des sociétés réglementées comparables, ont, par la suite, connu en fin d'année 2008 et en début d'année 2009 une expansion sans précédent pour une brève période. Comme mentionné par tous les experts entendus dans le présent dossier, les économies nord-américaines et mondiales ont alors traversé une période d'incertitude et de volatilité élevée, crise d'une ampleur qu'aucun expert ou modèle d'estimation n'aurait pu prédire à l'avance. Néanmoins, la preuve indique que le distributeur devrait être en mesure de réaliser entièrement le rendement de 8,76 % octroyé par la Régie, pour l'exercice se terminant le 30 septembre 2009.*

*[208] D'autre part, la lecture faite par la Régie des rapports des agences de crédit, qui confirment la cote « A » de Gaz Métro et une perspective « stable », ne permet pas de conclure que l'intégrité financière de Gaz Métro aurait été remise en question en raison des taux de rendement déterminés à l'aide de la FAA. L'accès au marché des capitaux pour Gaz Métro demeure raisonnable comme en témoignent les deux émissions de dette effectuées en octobre 2008 et en juin 2009. Il est utile de souligner que malgré l'incertitude prévalant au premier semestre de 2009, le taux d'intérêt sur les obligations 10 ans, émises par Gaz Métro en juin dernier, était semblable et même inférieur à celui auxquels ces obligations se transigeaient en juin 2007 et juin 2008 »<sup>23</sup>.*

[nous soulignons] [notes de bas de page omises]

[37] Ainsi, la Régie est d'avis que le respect du critère de l'intégrité financière n'implique pas nécessairement le maintien d'une cote « A ».

### ***Impacts sur les tarifs et capacité de payer des consommateurs***

[38] La Régie s'est également demandée, dans cette décision D-2009-156, si l'exercice de fixation d'un rendement raisonnable devait faire intervenir les répercussions qu'un tel rendement pouvait avoir sur les tarifs, ce à quoi elle a répondu par la négative.

[39] En effet, la Régie rappelait alors que lorsqu'elle exerce ses fonctions, elle doit assurer la conciliation entre l'intérêt public, la protection des consommateurs et un

---

<sup>23</sup> Dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 53, par. 207 et 208.

traitement équitable du distributeur<sup>24</sup>. Elle indiquait :

*« [191] [...] Ceci ne saurait par contre priver les investisseurs du rendement raisonnable auquel ils sont en droit de s'attendre en vertu de l'article 49.3, les deux articles de la Loi n'étant aucunement incompatibles.*

*[192] En effet, le rendement accordé à l'actionnaire constitue l'un des éléments du coût de service du distributeur au même titre que ses coûts d'exploitation. Le tarif établi par la Régie doit, en vertu de la Loi et de la jurisprudence, permettre des revenus suffisants pour couvrir l'ensemble de ces coûts. De plus, les trois critères mentionnés précédemment ne font aucunement référence à la capacité de payer des usagers. Toutefois, en référant aux rendements obtenus dans le reste de l'économie, le taux octroyé tient compte des limites qu'imposent nécessairement les forces du marché aux rendements sur l'avoir propre pouvant être obtenus dans les autres secteurs d'activités de risque comparable à celui des distributeurs »<sup>25</sup>.*

[note de bas de page omise]

[40] La Régie concluait alors que la capacité de payer des usagers ne doit pas intervenir dans sa décision sur le quantum de ce que constitue un rendement raisonnable pour l'actionnaire. Elle rappelait également qu'en vertu de l'article 51 de la Loi, le tarif fixé ne peut prévoir des taux plus élevés que ceux requis pour permettre l'atteinte de ce rendement raisonnable, ce qui assure adéquatement la protection des intérêts des consommateurs.

[41] Finalement, la Régie indiquait que, comme mentionné dans l'arrêt *Hope*, « *c'est la résultante de l'exercice règlementaire qui doit rencontrer la norme de rendement raisonnable et non pas la méthode* »<sup>26</sup> et qu'à cet égard, les tribunaux américains ont reconnu la grande latitude et la discrétion des organismes de régulation dans la détermination de la meilleure méthode pour fixer un rendement raisonnable sur la base de tarification.

---

<sup>24</sup> Art. 5 de la Loi.

<sup>25</sup> Dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 49, par. 191 et 192.

<sup>26</sup> Dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 49, par. 194.

#### 4. FAITS SAILLANTS DE LA POSITION DES EXPERTS DES DEMANDERESSES ET DES INTERVENANTS

[42] La Demande d'Énergir, d'Intragaz et de Gazifère a pour objet de présenter une proposition de redressement de leur structure de capital présumée ainsi que du TRCP à un niveau comparable à celui d'entreprises de risques similaires. Au soutien de leur Demande, les Demanderesses déposent les témoignages des Dr Brown et Dre Villadsen ainsi que le rapport de la firme Aviseo Conseil (le Rapport Aviseo) sur l'évolution des risques d'affaires des distributeurs gaziers dans l'établissement du taux de rendement raisonnable<sup>27</sup>.

[43] Cette Demande s'inscrit dans un contexte de turbulence des marchés financiers, de pandémie, de tensions géopolitiques internationales et d'une hausse récente importante des taux d'intérêt.

[44] Les Demanderesses soumettent qu'elles sont confrontées à de nouveaux défis qui ont un impact sur les perceptions des investisseurs, dont une accélération importante de la mise en place de politiques publiques et environnementales visant à répondre au besoin grandissant d'une transition énergétique face à la crise climatique.

[45] Elles soumettent également que dans ce contexte, la Régie, en vertu de l'article 5 de la Loi, doit notamment, dans l'exercice de ses fonctions, assurer le respect des objectifs des politiques énergétiques du gouvernement.

[46] Afin d'effectuer l'analyse comparative de leurs risques avec ceux de leurs pairs de l'industrie, les Demanderesses ont fait appel aux Dr Brown et Dre Villadsen, de la firme *The Brattle Group* (Brattle) à titre d'experts.

[47] Selon la Dre Villadsen, le remplacement des actions privilégiées dans la structure de capital présumée d'Énergir par de l'avoir propre et de la dette s'impose. De même, elle propose une hausse du TRCP de 8,9 % à 10 % afin de respecter les critères de l'investissement comparable, de l'attraction des capitaux et de l'intégrité financière.

---

<sup>27</sup> Pièce [B-0028](#), p. 4.



[48] Les risques d'affaires des Demanderesses sont évalués par le Dr Brown à l'aide des faits et renseignements présentés dans le Rapport Aviseo. L'expert utilise également l'échantillon repère des distributeurs gaziers américains de la Dre Villadsen<sup>28</sup>.

[49] La Dre Villadsen, s'appuyant sur le rapport du Dr Brown, indiquant que les risques d'Intragaz sont similaires à ceux d'Énergir, recommande pour Intragaz une structure de capital et un TRCP identiques à ceux d'Énergir. Par ailleurs, comme les tarifs d'Intragaz ont une durée d'application de 10 ans, elle recommande également une prime d'échéance de 50 points de base sur le TRCP de cette entreprise.

[50] Enfin, la Dre Villadsen recommande, pour Gazifère, un TRCP identique à celui d'Énergir et d'Intragaz. Elle intègre la conclusion du Dr Brown, selon laquelle les risques de Gazifère sont supérieurs à ceux d'Énergir, en proposant que sa structure de capital présumée comporte une part plus importante de capitaux propres qu'Énergir.

[51] La Dre Villadsen évalue le coût du capital d'entreprises comparables à l'aide du modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF), du modèle empirique d'évaluation des actifs financiers (MEÉAF) et du modèle d'actualisation des flux monétaires (AFM).

[52] Les paramètres utilisés dans ces modèles proviennent d'échantillons d'entreprises canadiennes et américaines dont les structures de capital sont évaluées au marché. L'experte utilise également des techniques classiques en finance pour tenir compte de la disparité des niveaux d'endettement entre les entreprises des échantillons et ceux des Demanderesses (CMPCAI et équations d'Hamada<sup>29</sup>).

[53] Les recommandations finales de la Dre Villadsen reposent principalement sur les fourchettes de TRCP obtenues à l'aide du MEÉAF ajustées selon les équations d'Hamada, ainsi que sur leur impact sur les ratios financiers des Demanderesses afin de maintenir ou atteindre une cote de crédit de qualité « A ».

---

<sup>28</sup> Pièce [B-0027](#), p. 2.

<sup>29</sup> Coût moyen pondéré du capital avant impôts (CMPCAI), en anglais *After-tax Weighted Average Cost of Capital* (ATWACC). Pièce [B-0015](#), p. 112 à 117.

[54] L'ACIG a, quant à elle, retenu les services du Dr Hopkins pour agir à titre de témoin expert sur la question des risques d'affaires, de même que ceux du Dr Booth à titre d'expert sur les questions de structure de capital, de taux de rendement et des risques d'affaires.

[55] L'ACIG et les autres intervenants, l'AHQ-ARQ, la FCEI et OC, endossent les conclusions du rapport du Dr Hopkins, de même que celles du Dr Booth relatives à la structure de capital et au taux de rendement. À l'égard des risques d'affaires et, plus particulièrement, du Rapport Aviseo, les intervenants se sont coordonnés afin de limiter la duplication dans leurs interventions.

[56] Dans son rapport d'expertise et son analyse, le Dr Booth utilise le MÉAF afin d'estimer le taux de rendement juste et raisonnable pour les Demanderesses, dans la mesure où les risques d'Énergir et d'Intragaz sont similaires et que ceux de Gazifère sont légèrement supérieurs à ceux d'Énergir.

[57] Il valide l'estimation obtenue à l'aide d'un modèle AFM dont les paramètres sont évalués à partir du marché canadien et non à partir d'un titre ou d'un échantillon de titres en particulier.

[58] À l'égard des risques d'affaires, les Drs Hopkins et Booth soumettent que les analyses déposées par les Demanderesses sont incomplètes et ne justifient pas les ajustements à la hausse qu'elles demandent à leur structure de capital et leur TRCP. Les experts proposent une révision complète de ces risques dans trois ans, y incluant notamment la question des impacts des changements climatiques sur leur modèle d'affaires.

[59] En outre, en tenant compte de leur capacité à réaliser leur rendement autorisé sur une base régulière et la faible volatilité de leur rendement réalisé, le Dr Hopkins estime qu'Énergir et Gazifère ont un niveau de risque plus faible que les distributeurs gaziers américains inclus dans l'échantillon de la Dre Villadsen.

[60] Compte tenu des conclusions du Dr Hopkins en matière de risque, le Dr Booth recommande le maintien des structures de capital actuelles des Demanderesses car il estime que leurs risques demeurent similaires à ce qu'ils étaient depuis la dernière fixation de leur taux de rendement.

[61] L'expert recommande également à la Régie qu'elle rejette la méthode d'évaluation du coût du capital à l'aide du CMPCAI utilisée par la Dre Villadsen. Le Dr Booth soumet

que le recours à des structures de capital à leur valeur marchande est incompatible avec une entreprise règlementée, puisque ce concept requiert de retenir le principe de maximisation de la valeur pour les actionnaires plutôt que celui de fixer des tarifs justes et raisonnables.

[62] En ce qui a trait aux ajustements d'Hamada, le Dr Booth est d'avis qu'il s'agit d'une méthodologie similaire à celle du CMPCAI en utilisant des pondérations de valeurs de marché pour, par la suite, rajuster le tout en fonction de pondérations de valeurs aux livres.

[63] L'expert suggère un TRCP de 7,50 % sur les capitaux propres d'Énergir et Intragaz et de 7,65 % sur les capitaux propres de Gazifère.

## **5. RISQUES D'AFFAIRES**

### **5.1 POSITION DES DEMANDERESSES**

#### **5.1.1 ÉVOLUTION DU RISQUE D'AFFAIRES**

[64] Les Demanderesses ont déposé en preuve le Rapport Aviseo<sup>30</sup>.

[65] Pour chacune des Demanderesses, la firme Aviseo Conseil (Aviseo) a réalisé une analyse spécifique au Québec portant sur l'évolution des risques d'affaires pour la période 2021-2030 en comparaison de la décennie 2010-2020. Le tableau ci-dessous présente cette évaluation pour chacune des cinq catégories de risques d'affaires.

---

<sup>30</sup> Pièce [B-0028](#).

**TABEAU 1**  
**RAPPORT AVISEO : MATRICE D'ÉVOLUTION DES RISQUES POUR LA PÉRIODE 2021-2030**  
**COMPARATIVEMENT À LA DÉCENNIE 2010-2020**  
**POUR ÉNERGIR, GAZIFÈRE ET INTRAGAZ**

<b>Risques</b>	<b>Énergir</b>	<b>Gazifère</b>	<b>Intragaz</b>
Politiques environnementales et politiques publiques	En hausse	En hausse	En hausse
Composition de la clientèle	En hausse	En hausse	Similaire
Contexte énergétique	En hausse	En hausse	En hausse
Taille	Similaire	En hausse	Similaire
Partenaire d'affaires	En hausse	En hausse	Similaire

Source : Pièce [B-0028](#), p. 38.

[66] Sur la base de son analyse de la matrice d'évolution des risques d'affaires, le principal constat d'Aviseo est que les politiques publiques et environnementales induisent des risques et incertitudes plus importants pour la période 2021-2030 qu'ils ne l'étaient pendant la décennie précédente<sup>31</sup>.

[67] Lors de l'audience, s'exprimant au nom des Demanderesses, M. Éric Lachance, président et chef de la direction d'Énergir, fait valoir que les enjeux liés aux changements climatiques et, notamment, la décarbonation, sont connus et ne sont donc pas nouveaux. Il précise que l'élément nouveau réside dans la volonté collective d'accélérer le rythme du changement<sup>32</sup>.

[68] Sur la base des risques d'affaires identifiés dans le Rapport Aviseo, le Dr Brown a procédé à une évaluation comparative du risque d'affaires des Demanderesses en considérant cinq catégories de risques : i) la demande, ii) la concurrence, iii) l'exploitation, iv) la réglementation, et v) l'approvisionnement.

[69] Le Dr Brown explique qu'afin d'offrir un niveau de compensation adéquat aux actionnaires des entreprises règlementées, en fonction du risque associé à leur

<sup>31</sup> Pièce [B-0028](#), p. 12.

<sup>32</sup> Pièce [A-0050](#), p. 14 et 15.

investissement, le rendement autorisé doit refléter le risque d'affaires. En vertu du critère du rendement raisonnable (« *fair return standard* ») les investisseurs devraient s'attendre à récupérer leur investissement et réaliser un rendement raisonnable<sup>33</sup>.

[70] Le Dr Brown ajoute que le risque d'affaires peut se manifester par une hausse de la volatilité des rendements attendus pour les investisseurs ainsi que par la possibilité que le capital investi ne puisse être récupéré sur sa durée de vie. Cette possibilité est aussi nommée « risque associé à la récupération du capital »<sup>34</sup>. L'expert explique que l'évaluation du risque d'affaires, réalisée à un moment précis, est de nature prospective (« *forward looking* »)<sup>35</sup>.

[71] Le Dr Brown indique avoir examiné le risque d'affaires individuel de chacune des Demanderesses. Il a comparé les risques des Demanderesses à ceux de l'échantillon d'entreprises de distribution de gaz naturel situées aux États-Unis établi par la Dre Villadsen<sup>36</sup>. Toutefois, il précise ne pas avoir examiné au présent dossier l'évolution du risque des Demanderesses<sup>37</sup>.

[72] L'expert considère que, comparativement au niveau de risque observé depuis le dernier examen complet du taux de rendement de l'avoir propre des Demanderesses, une période de trois à cinq années ne constitue pas un horizon pertinent pour évaluer le risque de récupération du capital. La période d'évaluation pertinente doit refléter la durée de vie des actifs<sup>38</sup>.

[73] Par ailleurs, en réponse à une DDR<sup>39</sup> de la Régie, le Dr Brown réitère que les investisseurs se soucient de l'avenir et non du passé, de sorte que les rendements historiques ne peuvent être pertinents que dans la mesure où ils fournissent des indications sur l'avenir.

---

<sup>33</sup> Pièce [B-0027](#), p. 4.

<sup>34</sup> Pièce [B-0027](#), p. 7 et 8.

<sup>35</sup> Pièce [B-0344](#), p. 4.

<sup>36</sup> Pièce [B-0027](#), p. 10.

<sup>37</sup> Pièce [B-0141](#), p. 3, R1.1.

<sup>38</sup> Pièce [B-0141](#), p. 4, R1.3.

<sup>39</sup> Pièce [B-0342](#), p. 4, R1.3.

[74] Dans son témoignage, le Dr Brown explique ne pas être informé de quelque raison que ce soit de s'attendre à une différence systématique entre le rendement autorisé par la Régie et le rendement réalisé par les Demanderesses<sup>40</sup>.

[75] En plaidoirie<sup>41</sup>, les Demanderesses réitèrent que les taux de rendement réalisés par le passé ne constituent pas un élément pertinent à considérer dans l'évaluation du risque d'affaires afin d'établir un taux de rendement raisonnable sur le capital investi, ce dernier étant établi sur une base prospective. De ce fait, le passé n'étant pas garant de l'avenir, l'analyse doit porter un regard vers l'avenir pour évaluer le risque d'affaires.

[76] De plus, lors de cette plaidoirie, les Demanderesses précisent n'être assujetties à aucune obligation légale ou réglementaire relative à l'élaboration ou à la soumission d'un plan d'affaires, tel que suggéré par l'expert des intervenants. Elles précisent qu'une telle demande imposerait un fardeau additionnel par rapport à celui que prévoit le cadre réglementaire actuel<sup>42</sup>.

### *Évolution du risque d'affaire pour chacune des demanderesses*

[77] Sur la base des facteurs de risques retenus dans le Rapport Aviseo, l'évolution du risque d'affaires diffère pour chacune des Demanderesses.

#### **5.1.1.1 Évolution du risque d'affaires d'Énergir**

[78] En audience, M. Jean-François Tremblay, témoignant à titre de Directeur principal, Réglementation chez Énergir, précise que les mesures mises en place par les Demanderesses, telles que l'offre de biénergie et le gaz naturel renouvelable, ne vont pas entièrement éliminer les risques d'affaires liés à la transition énergétique auxquels les Demanderesses sont confrontées, particulièrement dans un contexte où l'environnement réglementaire change rapidement<sup>43</sup>.

[79] Ainsi, M. Tremblay précise que, selon le Rapport Aviseo, plusieurs facteurs de risque vont exercer une pression sur la demande dans les prochaines années. Compte tenu

---

<sup>40</sup> Pièce [B-0027](#), p. 6.

<sup>41</sup> Pièce [B-0388](#), p. 55 et 56.

<sup>42</sup> Pièce [B-0388](#), p. 65.

<sup>43</sup> Pièce [A-0054](#), p. 25, 26 et 27.

des objectifs de carboneutralité et du fait qu'Énergir distribue principalement une énergie fossile, elle s'est engagé dans la mise en place de mesures de décarbonation, incluant plus particulièrement l'efficacité énergétique, la biénergie et le gaz naturel renouvelable. Dans ce contexte, Énergir indique qu'il est primordial de réussir la transition énergétique en maintenant la position concurrentielle du gaz naturel, pour s'assurer que le modèle d'affaires de l'entreprise soit résilient<sup>44</sup>. M. Tremblay précise toutefois qu'à l'horizon 2050, en fonction des hypothèses retenues, l'entreprise réussit à préserver sa situation concurrentielle, mais y parvient de justesse avec le modèle d'affaires en place<sup>45</sup>.

### 5.1.1.2 Évolution du risque d'affaires de Gazifère

[80] En comparaison avec la période 2010-2020, le Rapport Aviseo évalue que pour 2021-2030, le risque d'affaires de Gazifère est en hausse pour l'ensemble des facteurs de risque<sup>46</sup>.

[81] En audience, M. Jean-Benoit Trahan, président de Gazifère et Directeur des opérations Région de l'Est d'Enbridge, précise que, bien que certaines initiatives comme le GNR ou la biénergie visent à diminuer les risques, ceux-ci augmentent car ces initiatives n'ont pas été démontrées commercialement à grande échelle<sup>47</sup>. De plus, il précise que Gazifère a mis en place une stratégie à long terme qu'il faut adapter en fonction des moyens à sa disposition et en fonction de la nature de la clientèle de l'entreprise.

[82] Gazifère soumet également que la transition énergétique induit des risques additionnels que l'entreprise n'avait pas à gérer auparavant<sup>48</sup>.

[83] Enfin, dans le contexte de la position concurrentielle d'Hydro-Québec, Gazifère rappelle que la petite taille de l'entreprise constitue toujours un risque non négligeable.

---

<sup>44</sup> Pièce [A-0054](#), p. 102 et 103.

<sup>45</sup> Pièce [A-0054](#), p. 106, et 107.

<sup>46</sup> Pièce [B-0388](#), p. 6.

<sup>47</sup> Pièce [A-0050](#), p. 55.

<sup>48</sup> Pièce [A-0050](#), p. 97.

### 5.1.2 ÉVALUATION COMPARATIVE DU RISQUE

[84] Le Dr Brown identifie les facteurs additionnels d'incertitude à long terme auxquels les Demanderesses font face pour la récupération du capital investi par rapport à l'ensemble des entreprises de l'échantillon des distributeurs américains de gaz naturel de la Dre Villadsen. Premièrement, il mentionne que les autorités ont déjà mis en place des politiques relatives aux émissions de gaz à effet de serre (GES) pour le secteur de l'énergie au Québec et envisagent d'en adopter d'autres. Ces politiques ont pour effet à la fois d'augmenter le prix du gaz naturel et d'en réduire la demande, ce qui fait en sorte que les clients des Demanderesses sont davantage enclins à substituer le gaz naturel par l'électricité. Deuxièmement, le Dr Brown insiste sur le fait que l'électricité au Québec est moins dispendieuse que dans les autres juridictions. Il souligne également que les Demanderesses sont de taille relativement plus petite que les autres entreprises de l'échantillon<sup>49</sup>.

[85] Par ailleurs, puisqu'Intragaz fournit un service d'entreposage à Énergir, son seul client, le Dr Brown estime son risque d'affaires équivalent à celui de cette dernière<sup>50</sup>.

[86] Enfin, le Dr Brown évalue que le risque d'affaires de Gazifère est supérieur à celui d'Énergir et Intragaz<sup>51</sup>. Gazifère étant une entreprise de très petite taille et distribuant principalement à une clientèle résidentielle, elle fait face à un risque plus élevé, notamment dans le contexte de la conversion d'une portion de sa clientèle vers l'électricité<sup>52</sup>. Conséquemment, l'incertitude à long terme pour la récupération du capital est plus grande pour Gazifère que pour Énergir<sup>53</sup>.

---

<sup>49</sup> Pièce [B-0027](#), p. 33.

<sup>50</sup> Pièce [B-0344](#), p. 8.

<sup>51</sup> Pièce [B-0344](#), p. 10.

<sup>52</sup> Pièce [B-0027](#), p. 30.

<sup>53</sup> Pièce [B-0027](#), p. 30.



### 5.1.3 GROUPE DE RÉFÉRENCE CANADIEN

[87] Afin d'apprécier le risque d'affaires des Demanderesses, le Dr Brown n'a pas retenu le groupe de référence canadien. Le Dr Brown considère l'échantillon de la Dre Villadsen moins pertinent à des fins de comparaison et moins représentatif dans l'évaluation du risque d'affaires des Demanderesses. Selon le Dr Brown, l'échantillon d'entreprises canadiennes est hétérogène en ce que la plupart des entreprises incluses dans cet échantillon ne sont pas concentrées dans la distribution gazière.

### 5.1.4 GROUPE DE RÉFÉRENCE AMÉRICAIN

[88] Dans son témoignage, le Dr Brown explique qu'il est raisonnable de comparer les risques entre les juridictions lorsque les cadres réglementaires sont similaires<sup>54</sup>.

[89] Le Dr Brown note que l'électricité représente une forte concurrence pour le gaz naturel. Au Québec, le prix de l'électricité pour les ménages est de 50 % à 80 % moins cher que celui prévalant aux États-Unis. Bien que le nombre de clients d'Énergir demeure stable, le Dr Brown qualifie cette dernière de petit distributeur de gaz naturel, caractérisé par une croissance plus lente de sa clientèle comparativement aux entreprises du groupe de référence américain<sup>55</sup>.

[90] Finalement, en le comparant aux entreprises de l'échantillon des distributeurs américains de gaz naturel de la Dre Villadsen, le Dr Brown évalue que l'intervalle de risque d'affaires d'Intragaz et d'Énergir se situe au-dessus de la moyenne des risques alors que celui de Gazifère est supérieur et se situe vers le haut de l'intervalle<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> Pièce [B-0027](#), p. 11.

<sup>55</sup> Pièce [B-0344](#), p. 10.

<sup>56</sup> Pièce [B-0344](#), p. 10.

## 5.2 POSITION DES INTERVENANTS

[91] Les intervenants ont retenu le Dr Hopkins et le Dr Booth à titre de témoins experts pour l'évaluation des risques d'affaires des Demanderesses. Aux fins de cette évaluation, les experts prennent notamment en considération la comparaison entre les rendements autorisés et les rendements réalisés.

[92] Les intervenants endossent les conclusions du rapport du Dr Hopkins de même que celles du Dr Booth relatives aux risques d'affaires.

### *Évaluation du risque d'affaires - Dr Hopkins*

[93] Le Dr Hopkins<sup>57</sup> est d'avis que le risque d'affaires à court terme est principalement de nature opérationnelle et découle du fait que l'entreprise peut réaliser moins de revenus que prévu ou avoir à faire face à des coûts inattendus. Ce risque d'affaires se manifeste par la variation du rendement réalisé par les actionnaires de l'entreprise.

[94] Quant au risque d'affaires à long terme, il explique que les distributeurs de gaz naturel sont principalement confrontés au risque de ne pas être en mesure de récupérer le capital investi et de ne pas réaliser un rendement pendant la durée de vie du capital investi<sup>58</sup>.

[95] Le Dr Hopkins<sup>59</sup> en conclut qu'Énergir et Gazifère font face à un faible niveau de risque à court terme. Cette conclusion découle de leur capacité à réaliser le rendement autorisé sur une base régulière ainsi que la faible volatilité de leur rendement réalisé comparativement aux entreprises de l'échantillon des distributeurs américains de gaz naturel de la Dre Villadsen.

[96] Par ailleurs, l'expert est d'avis<sup>60</sup> que les preuves présentées au Rapport Aviseo et lors du témoignage du Dr Brown sont insuffisantes pour évaluer le risque à long terme associé aux actifs échoués et à la concurrence de l'électricité, incluant les risques associés à la décarbonation découlant de la transition énergétique. De plus, ces preuves ne tiennent pas suffisamment compte des opportunités liées à la décarbonation ou de l'impact des

---

<sup>57</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 5.

<sup>58</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 6.

<sup>59</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 3.

<sup>60</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 3 et 4.

mesures d'atténuation des risques d'une entreprise gérée avec prudence en vue de s'adapter à cette transition.

[97] Quant à Intragaz, le Dr Hopkins soumet qu'elle fait face à peu de risques d'affaires à court terme et à long terme, du fait qu'elle transige avec un seul client dont les activités de distribution sont règlementées et qui aura vraisemblablement besoin de ses services pour les prochaines décennies<sup>61</sup>.

[98] Par ailleurs, et contrairement au Dr Brown, le Dr Hopkins ne considère pas que les réductions de la demande pour les services des Demanderesses les exposent à un risque de récupération du capital supérieur aux entreprises de l'échantillon des distributeurs américains de gaz naturel<sup>62</sup>.

[99] Pour le Dr Hopkins, une entreprise de service public qui gère ses activités avec prudence, de manière à atténuer ses risques d'affaires, ne doit pas être récompensée en se faisant autoriser un taux de rendement plus élevé<sup>63</sup>.

[100] En vue d'atténuer les risques d'affaires à long terme, le Dr Hopkins est d'avis que la Régie devrait établir les taux de rendement et les structures de capital des Demanderesses sur la base d'un plan d'affaires déposé d'ici trois ans. Ces plans d'affaires préparés par les Demanderesses devraient faire état des risques et des opportunités à venir, ainsi que des impacts et des stratégies en vue d'atténuer ces risques<sup>64</sup>.

### *Évaluation du risque d'affaires - Dr Booth*

[101] À titre d'indicateur, en comparant les rendements réalisés aux rendements autorisés d'Énergir et de Gazifère depuis 1990<sup>65</sup>, le Dr Booth conclut qu'aucune de ces deux entreprises n'a eu à faire face à un risque d'affaires à court terme<sup>66</sup>.

[102] Selon le Dr Booth, l'expression « risque à long terme » est inappropriée, dans la mesure où le long terme n'est simplement que la succession de périodes à court terme.

---

<sup>61</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 35.

<sup>62</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 21.

<sup>63</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 4.

<sup>64</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 21.

<sup>65</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 25 et 26.

<sup>66</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 26.

Selon lui, pour que le risque à long terme se manifeste, une entreprise règlementée doit être dans l'incapacité de réaliser son rendement autorisé et de rééquilibrer ses tarifs.

[103] Le Dr Booth explique qu'il peut survenir une situation où un service public subit une perte de clients et que les coûts ne peuvent être récupérés auprès des autres classes tarifaires car leurs tarifs seraient trop élevés. Dans une telle situation, une « spirale de la mort » pourrait survenir si les hausses de tarifs nécessaires pour compenser les baisses de revenus conduisent à une perte additionnelle de clients. L'entreprise ne serait donc plus en mesure d'augmenter ses tarifs suffisamment ni de réaliser un rendement juste et même de réaliser un rendement suffisant pour récupérer ses dépenses d'amortissement<sup>67</sup>.

[104] Or, jusqu'à présent les Demanderesses n'ont encouru aucun problème les ayant empêchées de réaliser leur rendement autorisé. Cette situation constitue une preuve indéniable qu'il n'y a que très peu de risques à long terme<sup>68</sup>.

[105] Pour le Dr Booth, sur une base prospective, il importe d'examiner l'offre et la demande sur l'horizon de planification économique afin d'apprécier le risque lié aux coûts échoués.

[106] Selon les informations en preuve<sup>69</sup>, la production de gaz naturel dans l'Ouest canadien ne diminue pas de manière significative. Le seul facteur affectant le risque d'actifs échoués à examiner est la demande<sup>70</sup>.

[107] Afin d'apprécier l'horizon de planification économique pouvant s'appliquer au réseau de distribution de gaz naturel québécois, l'expert Booth a examiné la situation du réseau de transport de gaz naturel alimentant le Québec et le réseau de TransQuébec & Maritimes Inc. (TQM)<sup>71</sup>. Il s'appuie sur une étude portant sur le réseau de transport de gaz naturel alimentant le Québec et le réseau de TQM déposée et approuvée par la Régie de l'énergie du Canada en 2022 qui conclut qu'il n'y a aucun changement dans l'horizon de planification économique servant à évaluer la dépréciation des actifs de la base tarifaire de TQM au Québec. Ainsi, l'absence de modification des durées d'amortissement du réseau

---

<sup>67</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 28.

<sup>68</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 28.

<sup>69</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 30.

<sup>70</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 31.

<sup>71</sup> La carte de TQM démontre qu'elle alimente en gaz le réseau d'Énergir dans la majeure partie du Québec et les deux réseaux sont étroitement intégrés. C'est aussi pourquoi Énergir détient 50 % de TQM et les 50 % restants sont détenus par TransCanada (devenu TC Énergie en 2019). Source : Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 33.

de TQM au Québec amène l'expert Booth à rejeter une hausse du risque pour la demande de gaz naturel au Québec alimentée par le réseau de TQM.

[108] Pour le Dr Booth, cette conclusion signifie que l'évaluation du risque d'affaires pour la principale conduite de gaz naturel alimentant le Québec est restée inchangée et les risques d'affaires des distributeurs gaziers québécois demeurent stables.

[109] Finalement, en ce qui a trait aux risques d'affaires découlant des politiques visant à réduire les émissions de GES et les risques liés aux changements climatiques, le Dr Booth indique que les changements climatiques constitueront un facteur de risques s'ils affectent la capacité des Demanderesses à réaliser leur rendement ou s'ils les entraînent dans la « spirale de la mort »<sup>72</sup>.

[110] L'expert Booth ne voit, dans la preuve, que des énoncés généraux portant sur l'impact des changements climatiques et sur la pression exercée sur la clientèle afin de délaisser le gaz naturel et passer à l'électricité. Il note aussi l'absence d'un plan complet faisant état de l'impact de ces éléments sur les Demanderesses et soutient la proposition du Dr Hopkins de demander aux Demanderesses de présenter un plan d'évaluation des risques et des stratégies d'atténuation de ces risques<sup>73</sup>.

[111] Le Dr Booth précise que, compte tenu du cadre réglementaire en place, lorsque ces risques se manifestent, ils sont entièrement à la charge de la clientèle<sup>74</sup>. Afin que ces risques soient assumés par les actionnaires, les autorités réglementaires doivent décider en ce sens. De plus, les Demanderesses doivent démontrer non seulement qu'il y a une baisse de la clientèle et une réallocation des volumes, mais également qu'elles sont dans l'incapacité de faire face à une diminution du nombre de consommateurs de gaz naturel au Québec<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 34.

<sup>73</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 34.

<sup>74</sup> Pièce [A-0062](#), p. 186.

<sup>75</sup> Pièce [A-0062](#), p. 187.

### 5.2.1 ÉVOLUTION DU RISQUE D’AFFAIRES

[112] Le Dr Hopkins considère que le risque d’affaires à court terme d’Énergir est plus faible aujourd’hui qu’il ne l’était en 2011<sup>76</sup>. Il fonde son évaluation sur l’absence d’éléments de preuve de risque à long terme, en accordant une pondération importante aux risques à court terme, et sur la base du dépôt attendu d’une demande d’examen de son taux de rendement dans quelques années.

[113] Le Dr Hopkins estime que les perspectives de risques d’affaires à court terme de Gazifère ont diminué depuis le dernier examen en 2010. Par ailleurs, la preuve sur les risques d’affaires à long terme de Gazifère ne permet pas de conclure que ces risques se sont modifiés depuis 2010<sup>77</sup>.

[114] Selon lui, les risques d’affaires à long terme de Gazifère sont légèrement plus élevés que ceux d’Énergir, puisqu’elle dessert relativement plus d’immeubles qui sont davantage susceptibles de se convertir à l’énergie électrique<sup>78</sup>. De plus, le contexte d’affaires de Gazifère est tel qu’elle a moins d’opportunités d’atténuer ses risques en desservant des clients industriels ou des clients pour lesquels l’électrification est difficile.

[115] Quant à Intragaz, le Dr Hopkins<sup>79</sup> estime que son risque d’affaires demeure légèrement inférieur à celui d’Énergir, tout comme il l’était en 2013. Bien que des données présentant la variabilité annuelle des rendements ne soient pas disponibles pour cette période de 10 années, le fait que les rendements réalisés par Intragaz aient été supérieurs aux rendements autorisés démontre aux investisseurs que le risque est relativement faible. Selon lui, la Régie pourrait tenir compte de cette performance comme élément l’amenant à conclure qu’Intragaz fait face à moins de risques qu’au moment où la Régie les avait évalués en 2013.

---

<sup>76</sup> Pièce [C-ACIG-0048](#), p. 2, R1.1.

<sup>77</sup> Pièce [C-ACIG-0048](#), p. 3, R1.1.

<sup>78</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 31.

<sup>79</sup> Pièce [C-ACIG-0048](#), p. 4, R1.1.

## 5.2.2 ÉVALUATION COMPARATIVE DU RISQUE

[116] Sur la base de la comparaison historique entre les rendements réalisés et les rendements autorisés depuis 1990, le Dr Booth constate qu'Énergir a réalisé, à l'exception d'une seule année sur l'ensemble de cette période, un rendement annuel au moins égal au rendement autorisé. Sur l'ensemble de cette période, le Dr Booth estime qu'Énergir a réalisé un rendement excédentaire de 0,58 % en moyenne<sup>80</sup>. Bien que cette situation découle, au moins en partie, de l'existence d'un mécanisme incitatif à la productivité pour l'établissement des tarifs, il estime que rien n'indique que les actionnaires soient à risque de ne pas obtenir le rendement autorisé.

[117] Selon le Dr Booth, il en va de même pour Gazifère, puisque depuis 1990 l'entreprise a réalisé un rendement excédentaire de 0,66 % en moyenne et qu'elle n'a pas été en mesure de réaliser son rendement autorisé à seulement cinq reprises. Il est ainsi d'avis que la capacité des deux entreprises à réaliser leur rendement autorisé témoigne de l'absence de risque à court terme<sup>81</sup>.

[118] Pour ce qui est d'Intragaz, il rappelle qu'en 2012, il avait indiqué que les actifs de cette dernière ne pouvaient être distingués de ceux d'Énergir, actionnaire à hauteur de 50 % d'Intragaz. Il réitère cette opinion. En conséquence, le Dr Booth est d'avis que les paramètres financiers d'Énergir doivent s'appliquer également à Intragaz<sup>82</sup>.

## 5.2.3 GROUPE DE RÉFÉRENCE CANADIEN

[119] En ce qui a trait aux entreprises de service public réglementées au Canada, le Dr Booth explique que des différences importantes dans le risque d'affaires peuvent être atténuées par les autorités réglementaires<sup>83</sup>.

[120] Ainsi, selon le Dr Booth, l'entreprise avec le plus faible niveau de risque est celle qui bénéficie des meilleures conditions et, de ce fait, a le moins besoin d'avoir recours à une protection du régime réglementaire. Réciproquement, une entreprise réglementée peut faire face à un risque à court terme identique dans la réalisation de son revenu mais avoir

---

<sup>80</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 25.

<sup>81</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 26.

<sup>82</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 27.

<sup>83</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 20.

besoin d'une protection réglementaire plus importante car ses risques à long terme sont plus importants<sup>84</sup>.

[121] Ainsi, comparativement à d'autres entreprises de distribution de gaz naturel au Canada, le Dr Booth considère qu'Énergir est une des deux entreprises réglementées de l'échantillon faisant face au plus haut niveau de risque d'affaires (« *the riskiest regulated utilities in Canada* »)<sup>85</sup>.

#### 5.2.4 GROUPE DE RÉFÉRENCE AMÉRICAIN

[122] L'expert Hopkins conclut que les rendements réalisés par Énergir et Gazifère<sup>86</sup> sont supérieurs à ceux réalisés par les entreprises incluses dans l'échantillon des distributeurs américains de gaz naturel. L'expert constate aussi que les entreprises comparables ne réalisent généralement pas un rendement supérieur à leur rendement autorisé, contrairement à Énergir et Gazifère<sup>87</sup>.

[123] Pour le Dr Hopkins, en présence de moindres risques à court terme, les rendements autorisés devraient être moins élevés que ceux estimés par la Dre Villadsen pour l'échantillon d'entreprises américaines de distribution de gaz naturel, car le risque à court terme est plus élevé pour les entreprises comprises dans cet échantillon que celui des Demanderesses<sup>88</sup>.

[124] Par ailleurs, contrairement au Dr Brown, le Dr Hopkins remet en question la pertinence de l'échantillon d'entreprises américaines comme groupe repère afin de comparer les risques des Demanderesses<sup>89</sup>. Un groupe repère sert à fournir une indication sur le coût du capital d'une entreprise de service public gérée avec prudence. Dans la mesure où les entreprises de l'échantillon d'entreprises américaines ne prennent pas les mesures disponibles et attendues par les actionnaires en vue d'atténuer les risques découlant des politiques climatiques, ces entreprises ne constituent pas un groupe repère approprié en vue d'estimer le coût du capital d'une entreprise gérée avec prudence. Le coût du capital

---

<sup>84</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 20.

<sup>85</sup> Pièce [C-ACIG-0043](#), p. 21.

<sup>86</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 15.

<sup>87</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 16.

<sup>88</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 16.

<sup>89</sup> Pièce [C-ACIG-0028](#), p. 26.



établi en se basant sur ce groupe repère serait trop élevé pour être représentatif d'une entreprise gérée avec prudence.

### 5.3 OPINION DE LA RÉGIE

#### *Évaluation des risques d'affaires des Demanderesses*

[125] D'emblée, la Régie constate que les Demanderesses ont exposé plusieurs éléments à caractère qualitatif plutôt que quantitatif au soutien de l'évaluation des facteurs ayant une incidence sur les risques d'affaires. Parmi ces éléments, il y a la transition énergétique en cours et les efforts de décarbonation d'ici 2030 pouvant affecter la demande en gaz naturel fossile. À cet égard, la Régie retient que les pressions de la société incitent les Demanderesses à accélérer la mise en œuvre d'initiatives qui visent à positionner les réseaux de gaz naturel comme faisant partie de la solution en matière de transition énergétique afin de pérenniser leur avenir<sup>90</sup>.

[126] La Régie note que ces mesures sont mises en place par les Demanderesses afin d'atténuer les risques auxquels elles sont confrontées et elle comprend que ces initiatives n'ont pas encore été démontrées commercialement à grande échelle.

[127] Sur la base de ces éléments, la Régie ne peut exclure de ses considérations que le contexte d'affaires des Demanderesses a évolué depuis le dernier examen et que de nouveaux éléments sont présents.

[128] La Régie reconnaît que la position concurrentielle du gaz naturel, comparativement à l'électricité au Québec, constitue un élément incontournable du risque d'affaires des Demanderesses et que le contexte contemporain de transition énergétique ajoute de l'incertitude à leur environnement d'affaires.

[129] Cependant, malgré cette incertitude accrue qui pourrait, à terme, entraîner des pertes de volume de vente des Demanderesses en raison de la transition énergétique, la Régie retient de la preuve une absence de détérioration de leur position concurrentielle dans l'immédiat et estime que rien ne le laisse présager non plus dans l'avenir prévisible.

---

<sup>90</sup> Pièce [A-0050](#), p. 16.

[130] La Régie partage l'évaluation du Dr Booth selon laquelle le risque d'affaires d'Énergir est plus élevé que celui des distributeurs canadiens de gaz naturel comparables, principalement en regard du faible prix de l'électricité au Québec. Elle retient aussi de l'évaluation du Dr Brown que le risque d'affaires de Gazifère est plus élevé que celui d'Énergir, en raison d'un risque plus important de conversion à l'électricité de sa clientèle.

[131] Enfin, la Régie estime, pour les motifs exprimés par les Drs Brown et Booth, que le risque d'affaires d'Intragaz est identique à celui d'Énergir, cette dernière étant son unique cliente pour ses services d'emmagasiner.

[132] La Régie conclut ainsi que les risques d'affaires d'Énergir et d'Intragaz sont comparables, alors que Gazifère présente un risque d'affaires plus élevé que celui d'Énergir.

**[133] Ainsi, la Régie juge que le niveau accru d'incertitude de l'environnement d'affaires justifie une hausse de 10 points de base du haut de l'actuelle fourchette pour l'ajustement du risque d'affaires d'Énergir, par rapport au TRCP d'un distributeur repère. Par conséquent, la Régie détermine que la nouvelle fourchette pour l'ajustement du risque d'affaires d'Énergir est de 25 à 45 points de base plutôt que 25 à 35 points de base, telle qu'elle était estimée lors des derniers dossiers portant sur la détermination du taux de rendement des capitaux propres.**

[134] En raison du fait qu'elle considère qu'Intragaz et Énergir font face au même risque, la Régie détermine que la fourchette pour l'ajustement du risque d'affaires d'Intragaz est également de 25 à 45 points de base.

**[135] La Régie juge que le risque d'affaires plus élevé de Gazifère par rapport à celui d'Énergir justifie un ajustement de 15 points de base additionnels à la fourchette établie pour Énergir. Par conséquent, la Régie détermine la nouvelle fourchette pour l'ajustement pour le risque d'affaires de Gazifère de 40 à 60 points de base plutôt que de 25 à 50 points de base, tel qu'estimé lors du dernier examen.**

## 6. STRUCTURE DE CAPITAL ET TAUX DE RENDEMENT

### 6.1 POSITION DES DEMANDERESSES

[136] Les Demanderesses s'appuient sur les recommandations de leur experte, la Dre Villadsen, pour demander à la Régie une révision de leur structure de capital et une hausse de leur TRCP<sup>91</sup>.

[137] S'appuyant sur l'analyse des risques d'affaires des Demanderesses réalisée par le Dr Brown<sup>92</sup>, la Dre Villadsen recommande un TRCP de 10 % pour Énergir et Gazifère. Afin de tenir compte de la période tarifaire de 10 ans d'Intragaz, la Dre Villadsen recommande l'ajout d'une prime de 50 points de base sur le taux de rendement de cette dernière pour un TRCP de 10,5 %. Subsidiairement, conformément à une proposition de l'experte, Intragaz demande de lier son taux de rendement à celui d'Énergir sur l'horizon 2023-2032<sup>93</sup>.

[138] Également, l'experte recommande de moduler la structure de capital des Demanderesses en fonction des différences dans leurs risques d'affaires.

[139] La Dre Villadsen note que la structure de capital présumée d'Énergir comporte 7,5 % d'actions privilégiées, contrairement à son bilan non consolidé qui n'en comporte pas. Elle note également que la part des actions privilégiées est supérieure de 3,4 % à celle des entreprises de son échantillon canadien. Pour cette raison, elle recommande le remplacement des actions privilégiées dans la structure de capital présumée d'Énergir et propose qu'elle contienne 43 % de capitaux propres et 57 % de dette.

[140] Pour Intragaz, l'experte recommande que la structure de capital présumée soit identique à celle d'Énergir, soit 43 % de capitaux propres et 57 % de dette.

[141] Selon la Dre Villadsen, afin de prendre en compte les risques d'affaires accrus de Gazifère par rapport à ceux d'Énergir, elle propose une structure de capital de Gazifère de 45 % de capitaux propres et 55 % de dettes.

---

<sup>91</sup> Pièce [B-0331](#), p. 5, par. 34 à 38.

<sup>92</sup> Pièce [B-0027](#), p. 30, A48 et p. 32, A53.

<sup>93</sup> Pièce [B-0388](#), p. 92.

[142] Le tableau suivant résume la situation actuelle et les recommandations de l'experte.

**TABLEAU 2**  
**SITUATION ACTUELLE ET DEMANDE À L'ÉGARD DE LA STRUCTURE DE CAPITAL PRÉSUMÉE ET DU TRCP**

	Énergir		Intragaz		Gazifère	
	Actuelle	Demande	Actuelle	Demande	Actuelle	Demande
Capitaux propres	38,5 %	43 %	46 %	43 %	40 %	45 %
Actions privilégiées	7,5 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dette	54 %	57 %	54 %	57 %	60 %	55 %
TRCP	8,9 %	10 %	8,5 %	10 % + 0,5 %	9,1 %	10 %

Source : Tableau établi à l'aide de la pièce [B-0015](#), p. 6, tableau 3 et p. 16, tableau 5.

[143] Afin d'estimer les rendements exigés par les investisseurs, la Dre Villadsen et le Dr Brown ont recours à des modèles reconnus dans les domaines financiers et réglementaires, tels le MÉAF et l'AFM. Or, l'utilisation de ces modèles requiert des paramètres (exemples : Bêta<sup>94</sup> et taux de croissance des dividendes) dont les sources proviennent de sociétés négociées en bourse.

[144] Dans ce contexte, la Dre Villadsen propose l'utilisation de trois échantillons distincts d'entreprises négociées en bourse, à savoir des holdings gaziers canadiens, des distributeurs gaziers et des services d'eau américains<sup>95</sup>.

[145] Les holdings gaziers canadiens et les distributeurs gaziers américains servent d'entreprises comparables aux Demanderesses. Les services d'eau servent à valider les résultats des modèles obtenus à l'aide des données des deux autres échantillons.

<sup>94</sup> La relation entre le risque du marché et le risque associé au titre est exprimée par le facteur Bêta (ou Bêta). Voir au dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 59.

<sup>95</sup> Pièce [B-0015](#), p. 53, tableau 18 et p. 59, tableaux 20 et 21.

[146] À l'aide des données financières et boursières des entreprises de ces échantillons, la Dre Villadsen obtient des fourchettes préliminaires pour le TRCP des Demanderesses<sup>96</sup>. Ces fourchettes sont préliminaires puisqu'elles n'intègrent pas les exigences de l'experte à l'égard du critère de l'attraction des capitaux et de l'intégrité financière.

[147] La Dre Villadsen calcule ces fourchettes préliminaires à l'aide des modèles MÉAF, MEÉAF et AFM<sup>97</sup>. Les résultats de ces modèles sont ensuite ajustés à l'aide de méthodes pour tenir compte du levier financier (effet de la disparité des niveaux d'endettement sur les Bêtas ou sur le coût du capital<sup>98</sup>). Dans ces calculs, la structure de capital utilisée pour déterminer les niveaux d'endettement des entreprises des échantillons est établie selon leur valeur marchande.

[148] La Dre Villadsen soutient que le respect des trois critères du rendement raisonnable (*Fair Return Standard*) requiert que la structure de capital et le TRCP soient déterminés afin de permettre aux Demanderesses d'atteindre une cote de crédit de qualité « A ». Le respect de ces trois critères exige également que le rendement, à savoir le TRCP multiplié par la part des capitaux propres dans la structure de capital, se compare à celui d'entreprises jugées comparables aux Demanderesses<sup>99</sup>.

[149] C'est dans cette optique que la Dre Villadsen propose de fixer le niveau des capitaux propres et le TRCP des Demanderesses en s'assurant que les fourchettes de TRCP préalablement calculées respectent les ratios financiers publiés par Dominion Bond Rating Service (DBRS) et Standard & Poor's (S&P) pour les services publics canadiens et américains pour maintenir ou obtenir une cote de crédit de qualité « A ».

---

<sup>96</sup> Pièce [B-0015](#), p. 75 et 76, A71. Les données utilisées par la Dre Villadsen sont en date du 30 juin 2021.

<sup>97</sup> Modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF, en anglais CAPM), modèle empirique d'évaluation des actifs financiers (MEÉAF, en anglais ECAPM) et modèle d'actualisation des flux monétaires (AFM, en anglais DCF).

<sup>98</sup> C'est-à-dire le « *Financial Risk Unlevered Method* » et les ajustements d'Hamada (avec et sans taxes). Se référer à la pièce [B-0015](#), p. 18 à 21, A20 à A23, p. 65 et 66, A60 et p. 113 à 117.

<sup>99</sup> Pièce [B-0015](#), p. 10 et 11, A11.

[150] Selon la Dre Villadsen, les ratios financiers pertinents et leur cible sont les suivants :

<i>EBIT Coverage</i> <sup>100</sup> :	au moins 2,5 fois;
<i>FFO Interest Coverage</i> <sup>101</sup> :	3,5 à 4,0 fois, avec une préférence pour la valeur élevée de la fourchette;
<i>FFO to Debt</i> <sup>102</sup> :	au moins 15 %.

[151] L'experte examine divers niveaux de capitaux propres dans la structure de capital présumée et les taux de rendement de chacune des Demanderesses. Sa recommandation finale correspond à la combinaison de ces deux composantes permettant de respecter les cibles mentionnées au paragraphe précédent. Dans ses calculs, deux taux de rendement sont examinés, à savoir 9,25 % et 10 %. Comme ceux-ci se situent à l'intérieur des fourchettes préliminaires de TRCP préalablement déterminées, l'experte conclut que sa recommandation finale satisfait les trois critères du rendement raisonnable.

[152] En réponse à une DDR de la Régie, la Dre Villadsen mentionne que sa recommandation à l'égard du TRCP des Demanderesses se situe légèrement au-dessus de la moyenne des résultats pour les holdings gaziers canadiens et près de la moyenne des résultats pour les distributeurs gaziers américains. L'experte mentionne également que les pourcentages d'avoir propre et les taux de rendement qu'elle recommande ne sont pas ajustés à la hausse par rapport à ceux des échantillons pour tenir compte du risque de recouvrement du capital, ni pour tenir compte des risques imputables aux initiatives de réduction des GES<sup>103</sup>.

[153] Lors de l'audience, la Dre Villadsen met à jour certains paramètres des modèles financiers qu'elle utilise, soit principalement une hausse significative du taux sans risque de 2,30 % à 3,40 % et une baisse de la prime de risque prospective de 8,05 % à 5,86 %. Ces changements ne modifient pas la recommandation de l'experte à l'égard du TRCP de 10 % pour les Demanderesses<sup>104</sup>.

---

<sup>100</sup> *Earnings before interest and taxes coverage*: Couverture du bénéfice avant intérêts et impôts sur les intérêts.

<sup>101</sup> *Funds from operations (FFO) to interest coverage* : Couverture des fonds provenant de l'exploitation sur les intérêts.

<sup>102</sup> *Funds from operations (FFO) to Debt* : Ratio des fonds provenant de l'exploitation sur la dette.

<sup>103</sup> Pièces [B-0143](#), p. 2, R1.1, et [B-0141](#), p. 4, R1.4 et R1.5.

<sup>104</sup> Pièce [B-0350](#), p. 36 et 37.

### ***Position de l'expert de l'ACIG***

[154] Le Dr Booth explique qu'en finance, le risque est la probabilité de perdre de l'argent et que, dans le cas des entreprises de service public réglementées, cela se traduit par la probabilité de ne pas gagner le rendement autorisé<sup>105</sup>. Il existe un risque à court terme, à savoir le risque que le service public réalise un rendement inférieur à son rendement autorisé et un risque à long terme (« *return on capital* »), à savoir que le service public ne récupère pas une partie de son capital investi dans sa base de tarification (« *return of capital* »).

[155] À l'égard du risque à court terme, l'expert mentionne que rien n'indique que les Demanderesses éprouvent un problème à réaliser leur rendement autorisé. Il estime également que le niveau de dette dans leur structure de capital présumée n'entraîne aucun impact négatif.

[156] Le Dr Booth ajoute que les plus récents taux d'amortissement de TQM (2022) reposent sur des durées de vie économiques allant jusqu'en 2050 pour la desserte de la franchise d'Énergir et jusqu'en 2040 pour le segment allant à East Hereford. En outre, selon S&P<sup>106</sup>, le risque d'affaires d'Énergir Inc. est « Excellent » et son risque financier est « Intermédiaire ».

[157] Ainsi, le Dr Booth juge que les risques d'affaires d'Énergir à court et à long termes n'ont pas changé depuis leur dernier examen. L'expert note également que les capitaux propres dans les structures de capital présumées des principaux distributeurs gaziers au Canada se situent entre 36 % et 38,5 %.

[158] Pour ces raisons, l'expert recommande le maintien de la structure de capital présumée d'Énergir. Il estime que le risque d'Intragaz est inférieur à celui d'Énergir, mais comme ces deux entreprises sont intégrées, il n'y a, selon lui, aucun inconvénient à établir pour Intragaz une structure de capital et un TRCP identiques à ceux d'Énergir.

[159] L'expert recommande également le maintien de la structure de capital présumée de Gazifère car il s'agit d'un distributeur gazier de petite taille. Il fait toutefois remarquer que

---

<sup>105</sup> Pièce [A-0062](#), p. 200.

<sup>106</sup> Pièce citée à la p. 14 de la pièce [C-ACIG-0087](#).

la structure de capital d'Altagas comprend 39 % de capitaux propres. La taille de ce dernier est la moitié de celle de Gazifère et Altagas n'est pas intégré à un grand distributeur gazier.

[160] Le tableau suivant présente la fourchette du TRCP selon les résultats du MÉAF calculés par le Dr Booth, pour un distributeur gazier générique au Canada.

**TABLEAU 3**  
**FOURCHETTE DU TRCP SELON LE MÉAF DU DR BOOTH**

<b>Facteur</b>	<b>Haut</b>	<b>Bas</b>
Prévision du rendement des obligations du Canada à 30 ans	3,37	3,37
Ajustement pour tenir compte de l'action de la Banque du Canada sur les taux à long terme ( <i>bond buying</i> ) <sup>107</sup>	0,43	0,43
	(a)	3,80
Facteur Bêta	0,50	0,55
Prime de risque de marché	x	5,50
	(b)	2,75
Frais d'émissions	(c)	0,50
<b>Résultat du MÉAF</b>	<b>= (a) + (b) + (c)</b>	<b>7,05</b>
		<b>7,60</b>

Source : Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 67.

[161] Dans ce MÉAF, le taux sans risque, c'est-à-dire la prévision du rendement des obligations du Canada à 30 ans selon le Directeur parlementaire du budget, s'élève à 3,37 %<sup>108</sup>. À ce taux sans risque, s'ajoutent 43 points de base, car l'expert juge qu'en l'absence des mesures de stimulation de l'économie adoptées par la Banque de Canada (*quantitative easing* ou *bond buying*), le rendement des obligations du Canada à 30 ans serait d'au moins 3,8 %. Cet ajustement tient également compte de l'écart de crédit. Advenant une hausse du rendement des obligations du Canada, l'écart de crédit devrait alors diminuer.

<sup>107</sup> À la pièce [C-ACIG-0087](#), p. 24, le Dr. Booth présente cet ajustement à la ligne « *Adjustment for results of other models* ».

<sup>108</sup> Il s'agit du rendement des obligations du Canada à 10 ans prévu par le *Parliamentary budget officer (Economic and Fiscal Outlook*, mars 2022) pour les années 2024–2026 (3,0 %) auquel l'expert ajoute un écart pour les taux à 10 ans et à 30 ans (0,37 %).



[162] Par ailleurs, le Dr Booth propose une formule en vertu de laquelle le TRCP serait d'au moins 7,5 %. Ce TRCP augmenterait de 75 points de base pour chaque augmentation de 100 points de base du taux sans risque au-delà de 3,8 %<sup>109</sup>. Par exemple, si le taux sans risque passait de 3,8 % à 4,25 %, le TRCP passerait à 7,84 %<sup>110</sup>.

[163] Selon le Dr Booth, l'accumulation des économies par les ménages durant la pandémie et la forte consommation de ceux-ci font en sorte que des taux à long terme de l'ordre de 3 % à 3,5 % seront nécessaires pour contrer l'inflation. Cette fourchette est inférieure au seuil de 3,8 % que l'expert estime requis avant qu'il n'ajuste à la hausse son TRCP selon la formule recommandée.

[164] Questionné en audience par la Régie, l'expert soumet qu'il n'y a pas de stagflation au Canada et il estime qu'il n'y en aura pas. L'économie devrait plutôt croître plus rapidement que l'inflation dans un contexte où il juge que la Banque du Canada n'aura pas la volonté nécessaire d'augmenter son taux directeur afin de contrer l'inflation. Il admet cependant qu'en présence de stagflation, le coût du capital pourrait augmenter rapidement<sup>111</sup>.

## **6.2 OPINION DE LA RÉGIE SUR LA STRUCTURE DE CAPITAL PRÉSUMÉE DES DEMANDERESSES**

### **6.2.1 VALEUR AUX LIVRES ET VALEUR AU MARCHÉ**

[165] Dans sa preuve et en réponse à des DDR<sup>112</sup>, la Dre Villadsen affirme que la proportion présumée de capitaux propres des Demanderesses est plus faible que la proportion observée chez les entreprises formant les échantillons d'entreprises comparables, comme le démontre le tableau 4. Elle note en particulier qu'il y aurait presque 10 points de pourcentage de plus de capitaux propres chez les distributeurs gaziers américains.

---

<sup>109</sup> Pièce [C-ACIG-0061](#), p. 6, R2.1.

<sup>110</sup>  $7,84 = 7,50 + 0,75 \times (4,25 - 3,80)$ .

<sup>111</sup> Pièce [A-0063](#), p. 221 à 224.

<sup>112</sup> Pièce [B-0143](#), p. 28, R6.3.

TABLEAU 4

FIGURE 7: AVERAGE CAPITAL STRUCTURES OF PROXY GROUP COMPANIES

Proxy Sample	DCF Capital Structure			3-Year Average Capital Structure		
	Common Equity - Value Ratio	Preferred Equity - Value Ratio	Debt - Value Ratio	Common Equity - Value Ratio	Preferred Equity - Value Ratio	Debt - Value Ratio
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Canadian Sample Average	48.8%	3.4%	47.8%	45.6%	4.4%	50.0%
U.S Natural Gas Sample Average	55.2%	1.2%	43.6%	61.1%	0.8%	38.1%
U.S Water Utility Sample Average	69.5%	0.0%	30.5%	70.8%	0.0%	29.2%

Sources and Notes:

[1], [4]:Workpaper #1 to Schedule No. BV-4.

[2], [5]:Workpaper #2 to Schedule No. BV-4.

[3], [6]:Workpaper #3 to Schedule No. BV-4.

Values in this table may not add up exactly to 1.0 because of rounding.

Source : Pièce B-0015, p. 17. [nous encadrons]

[166] Selon l'experte, il en découlerait que l'espérance de rendement des entreprises comparables, déterminée par les modèles comme l'AFM basé sur les valeurs au marché, s'appliquerait à des entreprises ayant un risque financier nettement plus faible que celui des Demanderesses. En l'absence d'un ajustement tenant compte des différences dans le levier financier, l'application des résultats des modèles ne rencontrerait pas le critère de rendement raisonnable :

« [...] Consequently, absent an adjustment to account for differences in financial leverage, the raw model results are not comparable for purposes of determining a fair return, even to the extent the underlying business risk is comparable »<sup>113</sup>.

[167] En réponse à une DDR de la Régie, la Dre Villadsen explique que les méthodes d'ajustement qu'elle présente utilisent les valeurs au marché plutôt que les valeurs aux livres. Elle confirme également qu'avec ces méthodologies, elle compare des structures de capital basées sur les valeurs au marché des échantillons d'entreprises comparables avec les structures de capital présumées des Demanderesses basées sur les valeurs aux livres. Elle précise toutefois que ses recommandations reposent essentiellement sur les ajustements d'Hamada :

« The Hamada and ATWACC methodologies adjust for differences in financial leverage between the proxy companies' market value capital structure and the Plaintiffs' assumed book (authorized) capital structure. Dr. Villadsen relies

<sup>113</sup> Pièce B-0015, p. 18.

*primarily on the ROE estimates derived from the Hamada adjustments because the Regie in the past has been critical of the ATWACC methodology »<sup>114</sup>.*

[nous soulignons]

[168] Pour sa part, le Dr Booth rejette la nécessité de ces ajustements et le recours à ces méthodologies, notamment le CMPCAI, qui sont basées sur les valeurs au marché. Il cite, à l'appui de sa position, la décision U-99099 de la Commission des services publics de l'Alberta :

*« In essence, a regulated company's earnings are driven by the portion of the original cost rate base deemed to be financed by common equity. This fact results in a fundamental disconnect to the theory that market capitalization ratios, which have deviated significantly from book capitalization ratios, reflect the appropriate financial risk necessary to determine a fair composite return to be applied to the original cost rate base of a pure play regulated utility. This is because the earnings of a pure play regulated utility are governed by and driven by the regulated return allowed on book equity. In other words, it is the book equity that reflects the appropriate financial risk necessary to determine a fair composite return for a pure play regulated utility »<sup>115</sup>. [nous soulignons]*

[169] Le Dr Booth convient que le CMPCAI et les ajustements pour le levier financier constituent des concepts fondamentaux en finance moderne. Lors de l'audience, le Dr Booth explique que le CMPCAI est le taux de rendement minimal qu'un investissement doit rapporter afin d'augmenter la valeur marchande d'une entreprise. C'est un taux de rendement qui permet de maximiser la valeur pour les actionnaires<sup>116</sup>.

[170] Bien qu'il s'agisse de concepts importants, il estime toutefois que l'application qui en est faite est inappropriée<sup>117</sup>, car elle conduirait à l'abdication du rôle du régulateur économique. Selon l'expert, la réglementation économique est conçue pour protéger les payeurs de tarifs contre l'exercice du pouvoir de marché des monopoles réglementés et non pour maximiser la valeur pour leurs actionnaires :

*« [...] The ATWACC is thus a critical concept to understand how a firm can make decisions that enhance shareholder value. In contrast, regulators are not concerned*

---

<sup>114</sup> Pièce [B-0143](#), p. 96 et 97, R16.8.

<sup>115</sup> Pièce [C-ACIG-0087](#), p. 40. Voir aussi la décision [U99099](#), 25 novembre 1999, p. 301.

<sup>116</sup> Pièce [A-0063](#), p. 46.

<sup>117</sup> Pièce [C-ACIG-0042](#), p. 1.

*with maximising or enhancing shareholder value; their mandate is to set “fair and reasonable” rates. This frequently puts them at odds with maximising shareholder value since regulation should never be designed to enhance or even maintain market values »<sup>118</sup>.*

[171] Selon le Dr Booth, l’ajustement d’Hamada souffre de la même problématique que l’ATWACC, puisqu’il réajuste à la hausse les Bêtas en appliquant des pondérations basées sur les structures de capital selon les valeurs au marché des échantillons d’entreprises comparables aux structures de capital présumées des Demanderesses, basées sur les valeurs aux livres<sup>119</sup>.

[172] De l’avis de l’expert, le recours aux analyses financières traditionnelles, basées sur les états financiers et les valeurs aux livres, devrait être privilégié afin de comparer les leviers financiers plutôt que les valeurs au marché<sup>120</sup>.

[173] La Régie constate que les proportions de capitaux propres observées chez les entreprises formant les échantillons d’entreprises comparables présentées par la Dre Villadsen au tableau 4 (paragraphe 165 de la présente décision) sont calculées à partir des valeurs au marché<sup>121</sup>, contrairement aux proportions présumées de capitaux propres des trois Demanderesses<sup>122</sup>. De ce fait, la Régie croit qu’il faut interpréter avec prudence tout écart entre ces proportions de capitaux propres établies sur des bases différentes.

[174] Par ailleurs, la Régie note que les ratios financiers calculés par les agences de notation de crédit servant à mesurer la santé financière et le risque de défaut des entreprises règlementées sont essentiellement établis à partir des états financiers et des valeurs aux livres<sup>123</sup>.

---

<sup>118</sup> Pièce [C-ACIG-0042](#), p. 5, lignes 9 à 14.

<sup>119</sup> Pièce [A-0063](#), p. 52 et 53.

<sup>120</sup> Pièce [C-ACIG-0061](#), p. 10.

<sup>121</sup> Pièce [B-0143](#), p. 28.

<sup>122</sup> Pièce [B-0143](#), p. 96 et 97.

<sup>123</sup> Pièces [B-0143](#), p. 18 et 19, et [B-0313](#), p. 10 et 11.

[175] Elle constate également que des analystes financiers et des publications financières destinées aux investisseurs boursiers ont recours aux états financiers et aux valeurs aux livres afin de déterminer différents ratios mesurant le risque financier dont, notamment, le levier financier des entreprises<sup>124</sup>.

**[176] La Régie demeure d'avis que, pour juger du levier et du risque financier des entreprises assujetties et des entreprises comparables, le recours à l'analyse comparative des états financiers et aux valeurs aux livres constitue l'approche traditionnelle à privilégier aux fins de la détermination du taux de rendement sur les capitaux propres.**

[177] La Régie comprend que la finance corporative constitue un champ spécialisé de la finance qui s'intéresse plus particulièrement aux stratégies permettant de maximiser la valeur pour les actionnaires. La Dre Villadsen<sup>125</sup> et le Dr Booth<sup>126</sup> conviennent également qu'en finance corporative, il est approprié d'utiliser les structures de capital établies selon les valeurs au marché.

[178] La Régie partage toutefois l'avis du Dr Booth à l'effet qu'il faut se garder d'appliquer cette approche aux entreprises règlementées<sup>127</sup>. Contrairement aux méthodologies proposées en finance corporative, le régulateur qui doit fixer le taux de rendement d'une entreprise ne vise pas à maximiser la valeur pour les actionnaires. La Régie doit plutôt, lorsqu'elle exerce ses fonctions, assurer la conciliation entre l'intérêt public, la protection des consommateurs et un traitement équitable des distributeurs, selon l'article 5 de la Loi. En vertu de l'article 49 de la Loi, elle doit donc déterminer un rendement raisonnable.

[179] Par ailleurs, la Régie comprend des explications fournies en réponse aux DDR à propos des ajustements d'Hamada ou CMPCAI<sup>128</sup>, qu'ils reposent sur la comparaison des structures de capital, basées sur les valeurs au marché des échantillons d'entreprises comparables, avec les structures de capital présumées des Demanderesses, basées sur les valeurs aux livres.

---

<sup>124</sup> Pièce [B-0313](#), p. 11 à 19.

<sup>125</sup> Pièces [B-0143](#), p. 35, et [A-0061](#), p. 54 et 55.

<sup>126</sup> Pièce [C-ACIG-0042](#), p. 5.

<sup>127</sup> Pièce [C-ACIG-0042](#), p. 1, p. 5, p. 9 et 10.

<sup>128</sup> Paragraphe 167 de la présente décision et pièce [B-0143](#), p. 96 et 97.

[180] La Régie note également l'explication de la Dre Villadsen justifiant cette démarche :

*« Dr. Villadsen is not comparing market and book value capital structures. The CAPM and DCF models rely on market data to estimate the cost of equity – implicit in which is the market value of debt and equity. Consequently, to compare the return investors expect on market value equity and that allowed on the equity portion of the rate base, it is necessary to translate the market-value based equity return to one that applies to the equity portion of the rate base. At no point in time does Dr. Villadsen suggest that a rate regulated company should be regulated on the market value of its equity »*<sup>129</sup>. [nous soulignons]

[181] Pour sa part, le Dr Booth réfute l'utilisation des valeurs au marché, que ce soit directement avec le CMPCAI ou indirectement à travers un ajustement pour le levier financier calculé à partir des valeurs au marché :

*« The above discussion is a critique of the use of the ATWACC for a regulated utility. However, the ATWACC has also been used in a more roundabout way to achieve the same result without applying the ATWACC directly to the book value rate base. This is by using it to generate a financial leverage risk premium that does not in reality exist »*<sup>130</sup>.

[182] De l'avis de la Régie, une entreprise règlementée doit être comparée, non pas sur la base de la valeur au marché de ses capitaux propres, mais plutôt sur la base de la valeur aux livres, comme le précise la Dre Villadsen<sup>131</sup>. À cette fin, il peut être utile de comparer la proportion de capitaux propres dans la structure de capital de ces entreprises avec celle des entreprises des échantillons de comparables sur une base commune, soit selon la valeur aux livres. Ceci permet de constater si le levier financier est significativement différent, lorsqu'on utilise la même base de comparaison.

---

<sup>129</sup> Pièce [B-0143](#), p. 29.

<sup>130</sup> Pièce [C-ACIG-0042](#), p. 10, lignes 22 à 25.

<sup>131</sup> Pièce [B-0143](#), p. 29.

[183] Or, la Régie constate au tableau 5 que, lorsque la structure de capital d'Énergir est comparée avec celle de la moyenne de l'échantillon de comparables canadiens<sup>132</sup> et la moyenne de l'échantillon de distributeurs gaziers américains<sup>133</sup> en utilisant les valeurs aux livres, il n'y a pas de différence significative en termes de levier financier.

TABLEAU 5

Structures de capital ( <i>valeurs aux livres</i> )	Actions ordinaires	Actions privilégiées	Capitaux propres	Dette
Échantillon entreprises comparables canadiennes	38,4%	4,6%	43,0%	57,0%
Échantillon distributeurs gaziers américains	42,2%	1,7%	43,9%	56,1%
Énergir structure de capital présumée	38,5%	7,5%	46,0%	54,0%

Sources : pièces [B-0143](#), p. 30, [B-0313](#), p. 4, et [B-0015](#), p. 77.

**[184] La Régie considère qu'en l'absence de différences significatives entre la structure de capital présumée d'Énergir par rapport à la moyenne des échantillons des entreprises comparables canadiennes et des distributeurs gaziers américains, mesurées selon les valeurs aux livres, il n'y a pas lieu d'apporter un ajustement pour le levier financier du TRCP applicable à Énergir par rapport aux rendements des échantillons d'entreprises comparables.**

[185] La Régie ne retient donc pas l'approche proposée par l'experte des Demanderesses, basée sur les valeurs au marché comme approche de référence pour déterminer le rendement raisonnable sur la base de tarification des assujettis. Ainsi, la Régie ne considère pas nécessaire de se pencher sur les ajustements d'Hamada car la Dre Villadsen les applique à la structure de capital au marché de ses échantillons canadiens et américains.

<sup>132</sup> Pièce [B-0143](#), p. 30.

<sup>133</sup> Pièce [B-0313](#), p. 4.

## 6.2.2 ÉTABLISSEMENT DES STRUCTURES DE CAPITAL PRÉSUMÉES

[186] Tout d'abord, la Régie rappelle les principes qu'elle a utilisés pour établir la structure de capital dans sa décision D-96-31 :

*« En conséquence, même si le ratio d'équité de la structure de capital de SCGM est légèrement supérieur à la moyenne des distributeurs canadiens, la Régie maintient et espère, qu'à moins de circonstances exceptionnelles qui le justifieraient, on ne remettra pas en cause à chaque année cette structure que la Régie juge optimale, et qui respecte les principes qui l'ont guidée dans sa décision, à savoir : assurer à long terme un coût de capital le plus bas possible, et maintenir la santé financière du distributeur.*

[...]

*l'objectif recherché par la Régie dans l'établissement de ce plafond était de limiter le ratio d'avoir ordinaire des sociétaires parce qu'il exige un rendement supérieur à la dette, tout en permettant au distributeur de jouir d'année en année d'une structure de capital qui répond aux attentes des investisseurs »<sup>134</sup>.*

[187] La Régie retient de la preuve des Demanderesses que le rehaussement de la part des capitaux propres dans leur structure de capital repose principalement sur l'analyse des ratios financiers de leur experte<sup>135</sup>.

[188] La Dre Villadsen souligne notamment la dégradation récente du *FFO to debt*<sup>136</sup>, lequel se rapproche du seuil pouvant entraîner une décote d'Énergir. Or, dans son analyse, l'experte ne tient pas compte des mentions de S&P indiquant qu'une décote dans les 12 à 24 prochains mois serait peu probable, à moins que ce ratio diminue en deçà de ce seuil sans possibilité d'amélioration. S&P mentionne également qu'une décote pourrait survenir en cas d'une décision réglementaire adverse, d'une acquisition par l'activité non réglementée ayant un impact significatif sur la dette ou de problèmes opérationnels<sup>137</sup>.

---

<sup>134</sup> Dossier R-3351-96 Phase 2, décision D-96-31, p. 65 et 66 (décision de la Régie du gaz naturel disponible sur demande).

<sup>135</sup> Pièce [B-0015](#), p. 77 à 85, A72 à A82.

<sup>136</sup> *Funds from operations (FFO) to Debt* : Ratio des fonds provenant de l'exploitation sur la dette.

<sup>137</sup> Pièce [B-0074](#), p. 3.



[189] En outre, la Régie retient de la preuve que les analyses de la Dre Villadsen ne tiennent pas compte du fait que les agences de notation peuvent compenser la faiblesse de l'atteinte d'un critère par le dépassement d'un autre, comme celui de l'environnement réglementaire<sup>138</sup> :

*« In Quebec, where distribution activities account for about half of the energy distribution net income, Energir can recover revenue shortfalls in subsequent years, which reduces its sales volume risk exposure. Furthermore, key rate-base parameters such as return on equity and equity thickness are credit-supportive and in line with those of other jurisdictions »<sup>139</sup>.*

[190] La Dre Villadsen précise qu'elle utilise des données génériques pour évaluer les ratios financiers, car elle les utilise dans une perspective prospective.

[191] Or, ce faisant, l'experte exclut des rubriques comportant des variations annuelles comme l'amortissement des frais reportés et des actifs intangibles, de même que la dette à court terme. La preuve démontre que les agences de notation tiennent compte de ces rubriques dans l'établissement de la cote de crédit d'Énergir.

[192] La Régie remarque que les recommandations de l'experte qui découlent de ses ratios financiers servent à fournir aux Demanderesses un coussin financier en cas d'événement adverse<sup>140</sup>. Or, elle constate qu'Énergir bénéficie d'une cote de crédit de qualité « A » malgré son niveau élevé d'endettement, soit 67,2 % en 2020<sup>141</sup> et 65,2 % en 2021<sup>142</sup>.

[193] À cet égard, la Régie ne partage pas le propos de la Dre Villadsen indiquant que ses recommandations à l'égard des structures de capital soient prudentes :

*« [...] Put differently, the ratios that I calculate based on the parameters above are likely to overstate the resulting credit ratio and hence my capital structure recommendations are conservative »<sup>143</sup>.*

---

<sup>138</sup> Pièce [B-0143](#), p. 61 et 62, R10.2.

<sup>139</sup> Pièce [B-0074](#), p. 4.

<sup>140</sup> Pièce [B-0313](#), p. 25, R-6.1 et p. 27, R-6.5.

<sup>141</sup> Pièce [B-0075](#), p. 2.

<sup>142</sup> Dossier R-4177-2021 Phase 2, pièce [B-0093](#), p. 2.

<sup>143</sup> Pièce [B-0015](#), p. 118.

[194] La Régie constate que l'experte confirme que son calcul du *FFO to Debt* se fait avec le bénéfice net après impôts, au lieu du bénéfice net avant impôts. Comme ce calcul ne tient pas compte du fait qu'Énergir ne présente pas de dépenses d'impôt sur les bénéfices, mais que ces dépenses se trouvent dans les tarifs, les deux ratios *FFO Interest Coverage* et *FFO to Debt* sont sous-estimés<sup>144</sup>.

[195] La Dre Villadsen ajoute qu'en calculant le *FFO to Debt*, S&P aurait déduit les impôts en espèces payés (*cash taxes paid*) du bénéfice net et qu'ainsi, son approche est conforme à celle de cette agence de notation<sup>145</sup>. Or, tel que rappelée en réponse à une DDR de la Régie, cette réponse contredit celle d'Énergir fournie dans le cadre du dossier R-3879-2014<sup>146</sup>.

[196] La Dre Villadsen soumet que, excluant Enbridge Gas Distribution, la part des capitaux propres dans les structures de capital d'Énergir et de Gazifère est inférieure à celle des distributeurs gaziers canadiens. De même, toujours en excluant Enbridge Gas Distribution, les TRCP des Demanderesses sont inférieurs à ceux des distributeurs gaziers canadiens. L'experte conclut que cette situation est incohérente avec le critère du rendement raisonnable (« *Fair Return Standard* »)<sup>147</sup>. Le détail des calculs se trouve à la pièce confidentielle B-0024<sup>148</sup>.

[197] Questionnée par la Régie, l'experte confirme que la validité de la comparaison et de la conclusion qu'elle tire de ses constats requiert que les distributeurs de l'échantillon de la pièce confidentielle B-0024 aient des risques comparables à ceux des Demanderesses. Elle admet toutefois ne pas avoir effectué les vérifications requises à cet égard<sup>149</sup>.

[198] La Régie remarque que sur la base de trois indicateurs importants, à savoir le nombre de clients, le volume des livraisons et les revenus annuels, les trois plus grands distributeurs gaziers canadiens sont Enbridge Gas, ATCO Gas et FortisBC Energy. Énergir est le quatrième plus grand distributeur. De plus, la somme de l'ensemble des clients des

---

<sup>144</sup> Pièce [B-0313](#), p. 29 et 30, R7.1 à R7.4.

<sup>145</sup> Pièce [B-0313](#), p. 35, R8.3.

<sup>146</sup> Pièce [B-0313](#), p. 34, R8.1 et dossier R-3879-2014, pièce [B-0539](#), p. 17 et 18.

<sup>147</sup> Pièce [B-0015](#), p. 16, lignes 13 à 20.

<sup>148</sup> En réponse à une DDR de la Régie, pièce confidentielle [B-0318](#), p. 3, R-1.1, la Dre Villadsen précise que les moyennes présentées dans la pièce confidentielle [B-0024](#) (et rapportées à la pièce B-0015) excluent Enbridge Gas Distribution, car cette entreprise intègre les activités d'Union Gas depuis 2019.

<sup>149</sup> Pièce confidentielle [B-0318](#), p. 3, R1.2 et R1.3.

distributeurs gaziers de plus petite taille qu'Énergir n'excède pas le nombre de clients de cette dernière<sup>150</sup>.

[199] Ainsi, la Régie constate que les conclusions de la Dre Villadsen s'appuient sur des distributeurs canadiens de petite taille dont les risques ne sont pas comparables à ceux d'Énergir. En outre, dans le calcul des pourcentages du TRCP et des capitaux propres, un distributeur de très petite taille est séparé en trois petites entités. En conséquence, les calculs du TRCP et de la part des capitaux propres sont biaisés à la hausse<sup>151</sup>.

[200] Ainsi, la Régie est plutôt d'accord avec le Dr Booth à l'effet qu'il convient de comparer la part des capitaux propres dans la structure de capital présumée d'Énergir à la moyenne des seuls trois plus grands distributeurs gaziers canadiens, à savoir 37,2 %<sup>152</sup>.

[201] Par ailleurs, contrairement à l'opinion de la Dre Villadsen<sup>153</sup>, la Régie est d'avis que l'utilisation des structures de capital des distributeurs gaziers états-uniens requiert de la prudence. À cet égard, elle retient le témoignage du Dr Booth voulant que l'*Alberta Utilities Commission* a récemment statué sur cette question en s'appuyant sur une preuve déposée par Concentric, selon laquelle les régulateurs américains ne déterminent pas les structures de capital selon la même approche que les régulateurs canadiens<sup>154</sup>.

[202] En ce qui a trait aux actions privilégiées, la Régie retient les propos de M. Tremblay, lors de l'audience, qui affirme que la structure de capital établie il y a plus d'une trentaine d'années pour Énergir correspond approximativement à la structure de financement réelle de l'entreprise. Or il y a environ 30 ans, les actions privilégiées ont été éliminées, de sorte que la structure réelle de financement n'en contient plus<sup>155</sup>.

[203] Toutefois, selon ce témoin, il n'existe pas de contre-indication pour que la structure de capital réelle d'Énergir puisse éventuellement contenir des actions privilégiées. Il n'existe pas non plus de contre-indication à maintenir les actions privilégiées présumées dans la structure de capital présumée actuelle. De plus, il ajoute que l'objectif d'un

---

<sup>150</sup> Pièce [C-ACIG-0087](#), p. 5.

<sup>151</sup> Pièce confidentielle [C-ACIG-0063](#), p. 3, R1.1.

<sup>152</sup> Pièce [C-ACIG-0087](#), p. 7.

<sup>153</sup> Pièce [B-0015](#), p. 16 et 17, A18.

<sup>154</sup> Pièce [C-ACIG-0087](#), p. 7 et pièce confidentielle [C-ACIG-0063](#), p. 7, R1.1.

<sup>155</sup> Pièce [A-0054](#), p. 145 à 147.

régulateur est de fixer une structure de capital qui permette à l'entité règlementée de minimiser ses coûts de financement tout en ayant une cote de crédit « A »<sup>156</sup>.

[204] La Régie retient par ailleurs que la proposition de la Dre Villadsen de remplacer les actions privilégiées dans la structure de capital présumée d'Énergir se traduit par une augmentation du niveau de capitaux propres et de dette dans cette dernière.

[205] Or, comme mentionné précédemment, le niveau de capitaux propres de 43 % qui en découle est largement supérieur à la moyenne de la part des capitaux propres des trois plus grands distributeurs gaziers canadiens, à savoir 37,2 %. Ainsi, la Régie est d'avis que le remplacement des actions privilégiées dans la structure de capital présumée d'Énergir, toutes choses étant égales par ailleurs, aurait pour effet d'augmenter son niveau de dette.

[206] Une telle hausse du niveau de la dette dans une structure de capital a un impact direct sur les bénéfices attribuables aux actionnaires en raison de la hausse des charges d'intérêt<sup>157</sup>. En outre, l'augmentation du niveau de la dette est souvent perçue négativement par les agences de notation et peut, de ce fait, entraîner une hausse des coûts de financement<sup>158</sup>.

[207] La Régie note également que la structure de capital moyenne selon la valeur aux livres de l'échantillon canadien de la Dre Villadsen contient 4,6 % d'actions privilégiées<sup>159</sup>. La Régie est d'avis que ce type de financement est un moyen efficace pour minimiser le coût du capital.

[208] Par ailleurs, la Régie note que les actions privilégiées d'Énergir sont un financement rémunéré dans la portion « équité ». Ainsi, leur remplacement par des capitaux propres, tout en préservant le rendement actuel que procure le TRCP actuel de 8,9 % et un taux des actions privilégiées de 5,4 %, équivaldrait à rémunérer les 46 % « d'équité » à 8,3 %<sup>160</sup>.

---

<sup>156</sup> Pièce [A-0054](#), p. 159.

<sup>157</sup> Pièce [B-0313](#), p. 19, R4.5.1.

<sup>158</sup> Pièce [B-0015](#) p. 112.

<sup>159</sup> Pièce [B-0143](#), p. 30.

<sup>160</sup> Pièce [A-0054](#), p. 162 et 163.

[209] En ce qui a trait à l'introduction des actions privilégiées dans la structure de capital d'Intragaz, afin de l'uniformiser avec celle d'Énergir, la Régie s'abstient de le faire pour les motifs invoqués par M. Rock Marois, président d'Intragaz, en audience<sup>161</sup>.

[210] Toutefois, comme les parties sont unanimes à reconnaître que les risques de ces deux sociétés sont similaires, la Régie uniformise leur rendement par le biais d'un ajustement du TRCP d'Intragaz pour prendre en compte le fait que la structure de capital de cette dernière ne comporte pas d'actions privilégiées<sup>162</sup>.

[211] Par ailleurs, dans sa décision D-2011-182, la Régie a jugé que le risque accru d'Énergir par rapport à un distributeur repère était compensé par sa structure de capital présumée ainsi que par le maintien d'un ajustement à la hausse par rapport à la prime de risque d'un distributeur repère<sup>163</sup>.

[212] Dans la section 5.3 de la présente décision, sur la base des facteurs de risques d'affaires, la Régie conclut que les Demanderesses font face à un niveau d'incertitude plus élevé que le niveau estimé depuis le dernier examen<sup>164</sup>.

**[213] Compte tenu de ce qui précède, la Régie est d'avis que les structures actuelles demeurent adéquates et qu'il est opportun de maintenir les structures de capital présumées actuelles des Demanderesses.**

---

<sup>161</sup> Pièce [A-0054](#), p. 136 et 137.

<sup>162</sup> Se référer à la section 6.4.5 de la présente décision.

<sup>163</sup> Dossier R-3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 57 à 59, par. 226 à 237.

<sup>164</sup> Se référer à la section 5.3 de la présente décision.

### 6.3 OPINION DE LA RÉGIE SUR LE TAUX DE RENDEMENT DES DEMANDERESSES

#### 6.3.1 MODÈLE EMPIRIQUE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MEÉAF)

[214] Le MEÉAF est représenté par l'équation suivante :

Coût du capital =  $\text{Alpha} + \text{Taux sans risque} + \text{Bêta} \times (\text{Prime de risque de marché} - \text{Alpha})$ .

[215] Le MEÉAF vise à corriger le biais à la baisse découlant du MÉAF pour les compagnies présentant un Bêta inférieur à l'unité. Dans la littérature spécialisée, ce biais est constaté dans des recherches effectuées à partir de taux sans risque basés sur les taux à 90 jours des bons du trésor (T-Bills). La correction obtenue par l'introduction d'un facteur Alpha<sup>165</sup> dans l'équation du MEÉAF se traduit par une hausse de l'ordonnée à l'origine et une réduction de la pente de la relation linéaire.

[216] Selon la Dre Villadsen, le modèle MEÉAF est un modèle approprié pour déterminer un taux de rendement raisonnable. L'experte, en appui à l'utilisation du modèle, cite des études empiriques réalisées avec des taux des bons du trésor américain plutôt que des taux des obligations à long terme de 30 ans du gouvernement américain. Elle indique que le facteur Alpha, estimé selon des études empiriques datant des années 1990, se situe entre 1 % et 7,32 %. Elle estime être conservatrice en utilisant un facteur Alpha de 1,5 %.

[217] Selon le Dr Booth, le modèle utilise les taux à 90 jours des bons du trésor pour établir le rendement d'un titre sur un horizon de 30 jours. Il juge que la correction pour ce biais n'est plus justifiée lorsqu'on utilise, dans le modèle d'estimation, les rendements des obligations à long terme des gouvernements. Selon l'expert, l'application, à partir des études empiriques réalisées avec des taux à court terme, produit des résultats qualifiés d'absurdes<sup>166</sup>.

[218] La Dre Villadsen est en désaccord avec cette position et soutient que l'utilisation des rendements d'obligations à long terme ne corrige qu'en partie le biais en question. En

---

<sup>165</sup> Voir au dossier R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 59, par. 235.

<sup>166</sup> Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 56.

réponse à une DDR<sup>167</sup>, la Dre Villadsen soutient que les taux à court terme ne sont pas appropriés pour déterminer le rendement raisonnable d'une société réglementée. Elle ajoute que les taux à court terme sont volatils et ne sont pas appariés à la durée économique des actifs financés.

**[219] Dans le cadre de précédents dossiers sur la détermination du taux de rendement, la Régie a déjà statué que la correction des résultats du modèle MÉAF apportée par le MEÉAF n'était pas suffisamment justifiée. La Régie considère qu'il n'y a pas d'éléments nouveaux l'incitant à reconsidérer cette approche.**

### 6.3.2 MODÈLE D'ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES (AFM)

[220] Il existe plusieurs versions du modèle d'actualisation des flux monétaires AFM. La Dre Villadsen a produit des résultats à l'aide de la version la plus connue de ce modèle, à savoir la version simple dans laquelle il est présumé que la croissance des dividendes est constante au fil du temps. Elle a également produit des résultats à l'aide d'une version dans laquelle la croissance des dividendes converge, sur un horizon de 10 ans, à la croissance prévue du PIB<sup>168</sup>.

[221] Les taux de croissance de la première version étant supérieurs à ceux de la seconde, les taux de rendement qui en découlent le sont également. Ainsi, la Dre Villadsen utilise les deux versions de l'AFM pour déterminer des fourchettes de taux de rendement pour les échantillons d'entreprises canadiennes et américaines.

[222] La Dre Villadsen ajuste les résultats des modèles AFM selon la méthode du CMPCAI pour tenir compte du fait qu'elle utilise des structures de capital évaluées au marché<sup>169</sup>.

[223] Par ailleurs, l'experte soumet qu'il existe des recherches académiques qui montrent que les réformes réglementaires ont éliminé le biais d'optimisme lié aux prévisions des analystes financiers. Cette situation serait donc un problème du passé. D'autres recherches académiques montreraient que le biais d'optimisme perdure pour les titres difficiles à évaluer, notamment ceux pour lesquels il existe des désaccords entre les analystes.

---

<sup>167</sup> Pièce [B-0143](#), p. 88.

<sup>168</sup> Pièce [B-0015](#), p. 70 à 75, A65 à A70 et p. 107 à 111.

<sup>169</sup> Se référer à la section 6.3.1 de la présente décision.

[224] Or, tel qu'il appert dans le tableau suivant, la Régie constate le faible nombre d'analystes par compagnie dans les échantillons américains.

**TABLEAU 6**  
**TAUX DE CROISSANCE DANS LES AFM DE LA DRE VILLADSEN**

Échantillon	Taux combiné IBES / Value Line	Nombre d'analystes IBES	Value Line
Holdings canadiens	5,3 %	Entre 2 et 4 analystes par compagnie	Une prévision pour Enbridge et Fortis. Aucune pour les autres
Distributeurs gaziers états-uniens	6,3 %	1 analyste par compagnie sauf 3 pour Atmos Energy	Une prévision par compagnie
Services d'eau	7,8 %	1 analyste par compagnie	Une prévision par compagnie. Aucune pour Artesian Res Corp et Global Water Res.

Sources : Tableau établi par la Régie à l'aide de la pièce [B-0015](#), tableau BV-4.5 et de la pièce [B-0015](#), tableau BV-5.5.

[225] La Régie note que les prévisions de croissance de l'*Institutional Broker's Estimate System* (IBES) et de Value Line reposent sur des prévisions de bénéfices par action sur un horizon de trois à cinq ans, sans pour autant garantir que chaque prévision couvre exactement le même horizon<sup>170</sup>. Elle note également qu'une prévision de l'IBES peut être en vigueur jusqu'à 180 jours.

[226] En outre, parmi les 20 prévisions de l'IBES liées aux holdings canadiens, 11 proviennent d'analystes non identifiés<sup>171</sup>. Parmi les 19 prévisions liées aux entreprises américaines, 12 proviennent d'analystes non identifiés<sup>172</sup>.

[227] Pour ces raisons, la Régie est d'avis que les entreprises des échantillons de la Dre Villadsen ne bénéficient pas d'une large couverture d'analystes et d'une transparence de l'information. Ainsi, dans cette situation, elle estime qu'il serait imprudent d'affirmer l'absence de biais d'optimisme des analystes<sup>173</sup>.

<sup>170</sup> Pièce [B-0143](#), p. 14, R4.4.

<sup>171</sup> Pièce [B-0143](#), p. 12, tableau de la réponse R4.1.

<sup>172</sup> Pièce [B-0143](#), p. 13, tableau de la réponse R4.3.

<sup>173</sup> Pièce [B-0015](#), p. 110 et 111.



[228] Par ailleurs, la Régie retient les explications du Dr Booth indiquant que l'AFM simple revient à postuler que le taux de rendement attendu par un investisseur est la somme du rendement attendu des dividendes et de leur croissance attendue. Ce modèle est valide pourvu que la croissance à long terme des dividendes soit constante. En pratique, cela signifie que l'AFM simple s'applique à des entreprises très peu risquées ou à l'ensemble du marché boursier<sup>174</sup>.

[229] La Régie retient également l'opinion du Dr Booth indiquant que les prévisions de croissance des bénéficiaires comportent un biais d'optimisme et que les modèles AFM à plusieurs niveaux n'éliminent pas ce biais mais en atténuent les impacts.

**[230] En conséquence, la Régie ne retient pas les résultats de l'AFM des Demanderesses. En continuité avec ses décisions antérieures, dont les décisions D-2011-182 et D-2014-034<sup>175</sup>, la Régie est d'avis que le MÉAF demeure le modèle de référence le plus approprié pour déterminer le TRCP des Demanderesses.**

[231] Toutefois, un seul modèle ne peut à lui seul représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers, notamment dans le présent contexte d'inflation élevée.

[232] À cet égard, la Régie note qu'en raison de la récente période de très faibles rendements des obligations du Canada, le Dr Booth remet en question l'utilisation de l'AFM aux fins de valider les résultats du MÉAF.

[233] Elle retient notamment que selon ce dernier, lorsque l'inflation s'accélère, elle est captée par l'AFM. Toutefois, dans cette situation, les rendements des obligations n'augmentent pas aussi rapidement que l'inflation, de sorte que les résultats de l'AFM sont supérieurs à ceux du MÉAF.

**[234] Ainsi, la Régie ajoute aux résultats du MÉAF une fourchette de 50 à 100 points de base pour tenir compte des explications du Dr Booth à propos des écarts entre les résultats historiques du MÉAF et de l'AFM<sup>176</sup>.**

---

<sup>174</sup> Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 68 à 71.

<sup>175</sup> Dossiers R-3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 59 et 60, par. 242 et 243, et R-3842-2013, décision [D-2014-034](#), p. 51 à 54, par. 195 à 207.

<sup>176</sup> Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 71 à 75.

### 6.3.3 MODÈLE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MÉAF)

[235] Selon le MÉAF, le coût du capital d'un actif financier s'explique par le taux sans risque et son risque systématique (facteur Bêta) multiplié par la prime de risque de marché.

$$\text{Coût du capital} = \text{Taux sans risque} + \text{Bêta} \times \text{Prime de risque de marché}$$

#### *Taux sans risque*

[236] La Dre Villadsen propose l'utilisation de deux scénarios à l'égard du taux sans risque et de la prime de risque de marché. Les mêmes Bêtas sont utilisés dans les deux scénarios.

[237] Les deux scénarios s'appuient sur la prévision du rendement des obligations à 30 ans du Canada, au taux de 2,30 %. L'experte dérive cette valeur à l'aide du *Consensus Forecast* de juin 2021, selon lequel le rendement des obligations à 10 ans du Canada atteindrait 1,9 % en juin 2022. À cette prévision, elle ajoute un écart de rendement historique (1990–2021) de 40 points de base entre les obligations à 10 et 30 ans.

[238] Dans un contexte de faible taux d'intérêt, l'experte estime que les écarts de crédit<sup>177</sup> contemporains sont plus élevés que ceux qui prévalaient avant la crise financière de 2007-2008<sup>178</sup>. Dans le premier scénario, cette différence entre les écarts de crédit est prise en compte dans le taux sans risque que l'experte établit à 2,47 %. Il s'agit de la prévision du rendement des obligations à 30 ans du Canada, augmentée de la moitié de l'écart de crédit en date de juin 2021<sup>179</sup>.

[239] Par ailleurs, afin de ne pas compter en double l'effet des écarts de crédit, l'experte utilise dans ce scénario une prime de risque de marché calculée à l'aide de données historiques<sup>180</sup>.

[240] Dans le second scénario, le taux sans risque correspond au rendement prévu pour 2022 des obligations à 30 ans du gouvernement du Canada, à savoir 2,30 %. La

---

<sup>177</sup> Écart entre les rendements des obligations à 30 ans des services publics cotés A et ceux du Canada.

<sup>178</sup> Pièce [B-0015](#), p. 34 à 36, A33 et A34.

<sup>179</sup> 2,47 % = 2,30 % + ½ x (1,33 % – 0,99 %). Se référer à la pièce [B-0015](#), p. 100, tableau A-1, pour les détails relatifs aux écarts de crédit de 1,33 % et 0,99 %.

<sup>180</sup> Pièce [B-0015](#), p. 64, lignes 6 à 14.

différence des écarts de crédit est prise en compte dans une prime de risque de marché calculée à l'aide de Bloomberg.

[241] Les détails relatifs à la prime de risque de marché sont présentés dans la prochaine sous-section.

[242] Les taux sans risque des deux scénarios, selon la mise à jour de mai 2022, se chiffrent respectivement à 3,77 % et 3,40 %<sup>181</sup>. Le taux sans risque du premier scénario intègre, comme dans la preuve initiale de juin 2021, la différence entre les écarts de crédit.

[243] Par ailleurs, questionnée par la Régie lors de l'audience, la Dre Villadsen estime que les taux à long terme devraient se situer dans une fourchette allant de 3,4 % à 4,0 % pendant les deux prochaines années<sup>182</sup>.

[244] Le taux sans risque préconisé par le Dr Booth s'élève à 3,8 %.

[245] En réponse à une DDR de la Régie<sup>183</sup>, l'expert Booth rappelle qu'en l'absence de l'opération « *Twist* »<sup>184</sup> de la *Federal Reserve System* (la Fed) en 2011 et 2012, il estimait que le rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada s'établissait à 3,8 %. Cette estimation faisait appel à l'écart entre les rendements des obligations corporatives cotées « A » et ceux des actions privilégiées<sup>185</sup>.

[246] L'expert ajoute que les données pour mesurer cet écart ne sont plus disponibles, mais il est d'avis que ce taux de 3,8 % est encore adéquat. Outre l'action des banques centrales, l'expert mentionne que les changements démographiques et le ralentissement de la croissance économique expliquent la tendance à la baisse des rendements des obligations à long terme du Canada depuis le début des années 2010.

---

<sup>181</sup> Pièce [B-0364](#).

<sup>182</sup> Pièce [A-0061](#), p. 45.

<sup>183</sup> Pièce [C-ACIG-0061](#), p. 2 et 3, R1.1.

<sup>184</sup> Une opération « *Twist* » est une politique monétaire d'une banque centrale par laquelle celle-ci achète des obligations à long terme et vend simultanément des obligations à court terme dans le but de stimuler l'économie en réduisant les taux d'intérêt à long terme et d'augmenter ceux à court terme.

<sup>185</sup> Dossier R-3842-2013, pièce [C-AQCIE-CIFQ-0023](#), p. 42 et 43.

[247] Questionné par la Régie lors de l'audience, le Dr Booth soumet qu'une fourchette raisonnable des rendements des obligations à long terme du Canada pour les prochaines années se situe entre 3,0 % et 3,5 %<sup>186</sup>.

[248] La Régie constate que les experts ont des avis différents sur le prolongement et les impacts des incertitudes géopolitiques, de l'inflation, et des actions des banques centrales dans les prochaines années, ce qui explique les fourchettes différentes qu'ils proposent.

[249] D'une part, à l'appui de sa recommandation de taux sans risques plus faibles que ceux de la Dre Villadsen, le Dr Booth soumet que la croissance de l'économie sera supérieure à celle de l'inflation. Il est d'avis que la Banque du Canada n'aura pas la volonté nécessaire d'augmenter son taux directeur afin de contrer l'inflation<sup>187</sup>. L'expert soumet également qu'il n'y a pas de stagflation au Canada et qu'à son avis, il n'y en aura pas<sup>188</sup>.

[250] D'autre part, lors de l'audience, la Dre Villadsen observe que la Fed a récemment haussé le taux des fonds fédéraux de 75 points de base et qu'il s'agit d'une hausse importante. Elle note également la volonté de la Banque du Canada de hausser son taux directeur afin de contrer l'inflation<sup>189</sup>.

[251] Dans son appréciation de la fourchette du taux sans risque, la Régie ne peut pas présumer d'un scénario spécifique de croissance économique ou d'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt. Elle ne peut pas non plus présumer que les conditions économiques et financières changeantes se résorberont en 2023 comme le soumet l'ACIG<sup>190</sup>.

[252] En outre, la Régie partage l'avis de la Dre Villadsen indiquant que l'estimation d'une borne supérieure des taux à long terme du Canada relève du domaine de la conjecture<sup>191</sup>.

**[253] Ainsi, compte tenu de ce qui précède, la Régie retient une fourchette de taux sans risque de 3,25 % à 4,25 %.**

---

<sup>186</sup> Pièce [A-0063](#), p. 208 et 209.

<sup>187</sup> Pièce [A-0063](#), p. 217 à 219.

<sup>188</sup> Pièce [A-0063](#), p. 221 à 224.

<sup>189</sup> Pièce [A-0061](#), p. 45.

<sup>190</sup> Pièce [C-ACIG-0102](#), p. 3, par. 6.

<sup>191</sup> Pièce [A-0061](#), p. 45.

### *Prime de risque de marché*

[254] La Dre Villadsen explique que la prime de risque de marché (PRM) est un concept de nature prévisionnelle. Elle correspond à l'espérance du rendement supplémentaire des investissements dans le marché, par rapport au rendement d'un investissement sans risque. La PRM ne peut pas s'observer directement. Sa valeur est obtenue à partir d'une estimation ou d'une prévision qui s'appuie sur des données de marché.

[255] Comme mentionné ci-dessus, le premier scénario de l'experte intègre la différence des écarts de crédit dans le taux sans risque. Ainsi, elle utilise une PRM correspondant à la moyenne arithmétique des PRM annuelles historiques au Canada entre les années 1935 et 2020. Cette PRM moyenne historique s'élève à 5,68 %. Les PRM annuelles proviennent de la firme Duff & Phelps<sup>192</sup>.

[256] L'estimation de données historiques est une méthode couramment utilisée pour estimer la PRM. Les PRM sur les horizons 1919-2020 et 1945-2020 sont établies respectivement à 5,54 % et à 5,80 %<sup>193</sup>.

[257] La PRM du second scénario est établie à 8,05 %. Il s'agit d'une PRM prospective déterminée à l'aide de Bloomberg. Elle est calculée par rapport aux rendements des obligations du Canada à 10 ans puis ajustée par rapport aux rendements des obligations du Canada à 30 ans<sup>194</sup>.

[258] Selon la Dre Villadsen, il existe une relation inverse entre la PRM et le taux d'intérêt sans risque. Cette relation serait démontrée par des analyses académiques<sup>195</sup>. Par ailleurs, la PRM prospective de Bloomberg est supérieure à la PRM historique. De plus, la PRM prospective par rapport aux rendements des obligations du Canada à 10 ans est passée de 7,25 % à la fin de 2019 à 8,45 % à la fin de juin 2021. Pour ces raisons, l'experte est d'avis que la PRM historique est inférieure aux attentes des investisseurs.

[259] Selon un *Staff Report* de la *Federal Reserve Bank of New York* publiée en 2015, la PRM aurait atteint un niveau sans précédent en 2012 et 2013. Selon l'experte, cette tendance est confirmée par les données de Bloomberg et est similaire à celle qui s'observe

---

<sup>192</sup> Pièce [B-0015](#), p. 42, note de bas de page 91 et pièce confidentielle [B-0040](#).

<sup>193</sup> Pièce [B-0015](#), p. 100.

<sup>194</sup> Pièce [B-0015](#), p. 62, A57 et note de bas de page 137 ainsi que la pièce confidentielle B-0019 (fichier Excel).

<sup>195</sup> Pièces [B-0015](#), p. 42, lignes 4 à 9, [B-0038](#) et [B-0039](#).

à la suite de la crise financière induite par la pandémie. Pour cette raison, elle soumet que la PRM restera élevée, comparativement à son niveau historique.

[260] Selon la mise à jour de mai 2022 déposée par les Demanderesses, la PRM historique du Canada passe de 5,68 % à 5,91 %<sup>196</sup>. La PRM prospective de Bloomberg pour le Canada diminue de 8,05 % à 5,86 %<sup>197</sup>.

[261] Le Dr Booth évalue les PRM historiques du Canada et des États-Unis sur l'horizon 1926-2021 à 4,80 % et à 6,36 % respectivement.

[262] Toutefois, il recommande une PRM pour le Canada se situant dans une fourchette comprise entre 5,5 % et 6,0 %. Cette fourchette intègre les recommandations de Duff and Phelps, du Pr Aswath Damodaran, de l'enquête du Pr Pablo Fernandez et du rapport « *Global Investment Returns Yearbook* » du Crédit Suisse. Cette fourchette intègre également les prévisions pour les États-Unis, car il existe, notamment, des mouvements importants de capitaux canadiens à l'étranger et de capitaux étrangers dans le marché canadien des obligations.

[263] Par ailleurs, à l'aide des enquêtes du Pr Fernandez, le Dr Booth soumet qu'il n'existe pas de preuve indiquant que depuis 2011 la PRM et les taux d'intérêt varient en sens inverse. Il ajoute ne pas connaître d'études contemporaines à ce sujet, notamment depuis la diminution de l'inflation au Canada et aux États-Unis.

[264] Les explications fournies par la Dre Villadsen à propos de la PRM prospective calculée par Bloomberg montrent, notamment, que le taux de croissance à long terme des dividendes implicites à cette PRM est plus élevé que celle du PIB canadien (3,7 %)<sup>198</sup>.

[265] La Régie est d'avis que la PRM prospective utilisée par l'experte des Demanderesses est contestable, puisque les estimations d'analystes se révèlent souvent trop optimistes et le taux de croissance à court terme est élevé sur un horizon infini. En outre, elle estime que l'ajustement pour l'écart de crédit est de nature ponctuelle. Ce sont les mêmes lacunes que

---

<sup>196</sup> Pièce [B-0364](#).

<sup>197</sup> Pièce [B-0350](#), p. 36.

<sup>198</sup> Pièce confidentielle [B-0318](#), p. 8, R2.8.

la PRM prospective utilisée par Concentric rejetée dans le dossier R-3842-2013 et elle doit rejeter l'approche proposée par la Dre Villadsen pour les mêmes motifs<sup>199</sup>.

[266] Dans sa décision D-2011-182, la Régie a réitéré sa préférence pour une PRM historique, utilisée depuis 1996. Elle soulignait toutefois que le choix des périodes de référence pour établir la PRM soulève certains enjeux. En effet, la moyenne calculée peut différer sensiblement selon l'année de départ et de fin et la série de données retenues. Dans ce contexte, la Régie choisissait d'accorder une prépondérance aux moyennes de longues périodes<sup>200</sup>.

**[267] Considérant ce qui précède, la Régie ne retient pas les motifs invoqués par les Demanderesses pour l'utilisation d'une PRM prospective. Elle maintient que l'établissement de la PRM doit s'appuyer sur des données historiques de longues périodes.**

[268] La Régie note que les PRM historiques du Canada fournies par l'experte des Demanderesses et selon les horizons considérés se situent entre 5,54 % et 5,91 %.

[269] Elle note également que la PRM historique du Canada, rapportée par le Dr Booth, est inférieure à celles rapportées par la Dre Villadsen. Les horizons des PRM utilisés par les deux experts ne sont pas les mêmes mais ne permettent pas d'expliquer l'écart observé pour les raisons qui suivent.

[270] À partir des informations fournies par la Dre Villadsen sur la PRM du Canada sur les horizons 1935-2020 et 1935-2021, la Régie conclut que la PRM du Canada en 2021 est de l'ordre de 25,69 %. En effet, bien que la PRM de 2021 ne soit pas disponible dans la pièce confidentielle B-0040, elle peut être déduite à partir des deux PRM historiques fournies par l'experte<sup>201</sup>.

---

<sup>199</sup> Dossier R-3842-2013, décision [D-2014-034](#), p. 43 à 45, par. 157 à 169.

<sup>200</sup> Dossier R-3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 55, par. 215 et 216.

<sup>201</sup>  $5,91 \% = 5,68 \% \times (86 \div 87) + 25,69 \% \div 87$ , où 86 et 87 correspondent respectivement au nombre d'années entre 1935 et 2020 et 1935 et 2021. Le taux de 25,69 % peut également se vérifier en utilisant les données de la pièce confidentielle B-0040.

[271] Cette PRM de 2021, estimée à l'aide des données de la pièce confidentielle B-0040, permet également d'estimer la PRM du Canada sur l'horizon 1926-2021 selon les données utilisées par la Dre Villadsen et de la comparer à la PRM du Dr Booth. L'écart entre les deux PRM est approximativement de 100 points de base.

**PRM historique sur l'horizon 1926-2021**

Selon le Dr Booth :	4,80 %
À l'aide des données de la Dre Villadsen selon l'estimation de la Régie :	5,81 %

[272] Le Dr Booth calcule les rendements du marché boursier et ceux du marché des obligations du gouvernement du Canada en prenant en compte les gains en capitaux. Il soumet également que la méthodologie utilisée par la Dre Villadsen, à savoir celle de Duff & Phelps, exclut les gains en capitaux dans le calcul des rendements du marché des obligations du gouvernement du Canada<sup>202</sup>.

[273] Par ailleurs, la Régie note que l'onglet des données américaines de la pièce B-0040 citée par la Dre Villadsen à une réponse à une DDR du Dr Booth sur la méthodologie de Duff & Phelps<sup>203</sup>, contient la mention « *\* S&P 500 total returns minus long-term U.S. government bond income returns* »<sup>204</sup>. Autrement dit, la PRM américaine de Duff & Phelps ne tient pas compte des gains en capitaux du marché des obligations du gouvernement du Canada. Toutefois, cette pièce ne précise pas la méthodologie utilisée pour les PRM du Canada.

[274] En outre, la Régie remarque que les PRM du Dr Booth reposent sur des moyennes arithmétiques<sup>205</sup>.

[275] Ainsi, pour les raisons énoncées ci-dessus, la Régie est d'avis que la principale différence entre les PRM du Dr Booth et celles de la Dre Villadsen repose sur le traitement du rendement du marché des obligations du gouvernement du Canada.

<sup>202</sup> Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 2, lignes 20 à 22.

<sup>203</sup> Pièce [B-0193](#), p. 19, R7.3.

<sup>204</sup> Pièce confidentielle [B-0040](#), onglet « United States LCL LT », cellule A107.

<sup>205</sup> Pièce [C-ACIG-0039](#), p. 24, annexe 9.



[276] La Régie rappelle également qu'elle arrivait à un résultat similaire à celui produit ci-dessus dans sa décision D-2014-034, à savoir un écart d'environ 100 points de base entre une PRM calculée en excluant les gains en capitaux dans le calcul des rendements du marché des obligations du gouvernement du Canada et un autre écart obtenu à partir de la différence entre le rendement total du marché boursier et le rendement total des obligations<sup>206</sup>.

[277] En l'absence d'un débat de fond sur les avantages et les inconvénients de ces deux approches possibles pour calculer le rendement du marché des obligations du gouvernement du Canada dans un contexte de PRM historique, la Régie ne se prononce pas sur la meilleure méthodologie à utiliser dans le présent dossier.

[278] Toutefois, dans sa détermination d'une fourchette de primes de risque de marché, elle tient compte de l'ensemble des PRM historiques canadiennes et américaines présentées par les experts des parties. Elle tient également compte des représentations des Demanderesses indiquant qu'il est pertinent de pondérer les moyennes historiques selon le contexte économique actuel, puisque les marchés des capitaux subissent certaines variations, notamment lors de périodes de fortes incertitudes<sup>207</sup>.

**[279] En conséquence, la Régie retient une fourchette pour la prime de risque de marché du MÉAF du distributeur repère se situant entre 5,50 % et 6,00 %.**

### *Bêta*

[280] Dans l'application du concept d'isolement, une société repère est un service public ayant un niveau de risque faible. Le risque d'un distributeur repère est mesuré par le facteur Bêta, qui représente la différence entre le risque d'un distributeur repère et le marché en général.

[281] La Dre Villadsen détermine les facteurs Bêtas à l'aide de Bloomberg selon un calcul de rendements hebdomadaires sur une période de trois ans. Elle ajuste ces Bêtas selon la formule de Blume<sup>208</sup>.

---

<sup>206</sup> Dossier R-3842-2013, [D-2014-034](#), p. 46, par. 172 et 173.

<sup>207</sup> Pièce [B-0388](#), p. 25, par. 114.

<sup>208</sup> Pièce [B-0015](#), p. 103.

[282] À cet égard, l'experte mentionne que Bloomberg, Value Line et d'autres firmes de services aux investisseurs permettent d'ajuster les Bêtas non ajustés (ou Bêtas bruts) afin d'en améliorer la précision. Elle ajoute que les Bêtas ajustés sont couramment utilisés dans l'application du MÉAF et reconnus par plusieurs agences de réglementation<sup>209</sup>.

[283] Il existe un facteur Bêta pour chacun des trois échantillons constitués de holdings gaziers canadiens, de distributeurs gaziers états-uniens et de services d'eau états-uniens. Ces facteurs, en date de juin 2021, sont respectivement de 0,91, 0,95 et 0,84<sup>210</sup>. La Dre Villadsen souligne que les Bêtas se sont raffermis depuis les deux dernières années.

[284] Les Bêtas présentés dans la mise à jour de mai 2022 déposée par les Demanderesses sont similaires à ceux de juin 2021<sup>211</sup>.

[285] Le Dr Booth, pour sa part, utilise des Bêtas se situant entre 0,50 et 0,55. Ceux-ci proviennent, entre autres, d'une analyse des Bêtas bruts depuis 1998 d'un indice de services publics canadiens. Les rendements de cet indice ont été calculés mensuellement sur des fenêtres mobiles de cinq ans et comparés au rendement du TSX.

[286] Contrairement à la Dre Villadsen, le Dr Booth n'utilise pas d'échantillons d'entreprises à des fins de détermination des Bêtas. Il calcule des Bêtas pour des entreprises individuelles canadiennes et américaines à des fins de validation. Il consulte également les Bêtas fournis par RBC, Yahoo, CFRA et Reuters.

[287] Selon la Dre Villadsen, le Bêta qu'elle propose est plus élevé que ce qui était connu pour les sociétés réglementées par le passé. Cette hausse s'expliquerait par les impacts prolongés de la crise financière<sup>212</sup>.

[288] Or, la Régie remarque que l'échantillon des holdings gaziers canadiens de la Dre Villadsen comprend les sociétés Enbridge Inc. et TC Energy Corp. Selon le Dr Booth, ces sociétés ont vu leur Bêta augmenter significativement à cause des difficultés qu'elles éprouvent à faire avancer leurs projets d'expansion d'oléoducs au Canada et aux

---

<sup>209</sup> Pièce [B-0079](#).

<sup>210</sup> Pièce [B-0015](#), p. 53, tableau 18 et p. 59, tableaux 20 et 21.

<sup>211</sup> Pièce [B-0364](#).

<sup>212</sup> Pièce [B-0388](#), p. 31, par. 144.

États-Unis<sup>213</sup>. La Régie estime que cette explication est davantage convaincante que celle fournie par la Dre Villadsen sur l'évolution des Bêtas de ces deux sociétés<sup>214</sup>.

[289] La Régie remarque également que le secteur de la distribution du gaz naturel au Canada et aux États-Unis se caractérise par de nombreuses fusions et acquisitions<sup>215</sup>. Elle note qu'il devient de plus en plus difficile d'évaluer un Bêta pour une société repère dans un contexte où les échantillons sont composés d'entreprises dont les activités peuvent être diversifiées tant au niveau de leurs activités que des diverses juridictions (états, provinces) dans lesquelles elles font affaire.

[290] Par ailleurs, la Régie constate que les deux experts ne s'entendent pas sur la périodicité à utiliser afin d'échantillonner les données boursières pour le calcul des Bêtas.

[291] La Dre Villadsen soumet que le recours à des Bêtas calculés selon des données hebdomadaires sur une période de trois ans augmente la fiabilité des résultats, car elles améliorent la fiabilité statistique comparativement aux observations mensuelles et ce recours permet de capter adéquatement l'environnement du marché actuel<sup>216</sup>.

[292] La Régie n'est cependant pas convaincue par la réponse de la Dre Villadsen à l'effet que la volatilité des Bêtas est supérieure lorsqu'elle est calculée à partir de données mensuelles sur un horizon de cinq ans plutôt que de données hebdomadaires sur un horizon de trois ans<sup>217</sup>.

[293] Elle est d'avis que les explications du Dr Booth au sujet du biais induit sur les Bêtas par l'échantillonnage hebdomadaire sont davantage probantes<sup>218</sup>. La Régie note que ces explications s'appuient sur un article publié dans une revue réputée de gestion des investissements.

[294] En ce qui a trait à la contemporanéité des données, la Dre Villadsen indique que l'utilisation d'un horizon trop court sous-entend que les conditions actuelles se prolongeront dans le temps.

---

<sup>213</sup> Pièce [C-ACIG-0040](#), p. 6, lignes 9 à 12.

<sup>214</sup> Pièce confidentielle [B-0154](#), p. 17, R4.1.

<sup>215</sup> Pièces [B-0015](#), p. 48 et 49, A45, et [C-ACIG-0040](#), p. 6, lignes 20 à 27 et p. 7, lignes 1 à 4.

<sup>216</sup> Pièce [A-0058](#), p. 116.

<sup>217</sup> Pièce confidentielle [B-0154](#), p. 12, R3.1.

<sup>218</sup> Pièce [C-ACIG-0040](#), p. 10 et 11.

[295] Or, selon la Régie, le risque d'un distributeur repère par rapport au marché ne peut fluctuer significativement d'une année à l'autre selon l'évolution de la situation conjoncturelle. Cette évolution est plutôt prise en compte dans le risque spécifique de chaque société qu'elle règlemente. Bien que le Bêta d'un distributeur repère puisse fluctuer au fil du temps, le risque demeure stable.

[296] La Régie constate également que les deux experts n'ajustent pas les Bêtas selon la même méthode.

[297] Selon la Dre Villadsen, l'ajustement des Bêtas selon la formule de Blume a pour objectif de corriger une erreur d'échantillonnage et non de les faire converger vers une valeur de 1. Dans le contexte où le résultat du MÉAF est utilisé à des fins prospectives, elle est d'avis qu'il est approprié de recourir aux Bêtas ajustés.

[298] Or, la Régie est d'avis que la formule de Blume, telle qu'utilisée par la Dre Villadsen<sup>219</sup>, repose sur l'hypothèse que le Bêta d'un titre tend à long terme vers la moyenne du marché. Dans le cadre du dossier tarifaire 1998-1999 de SCGM<sup>220</sup>, la Régie a statué pour la première fois sur la question des Bêtas ajustés par opposition aux Bêtas bruts :

*« Selon les pièces déposées au dossier, la majorité des maisons de placement reconnues, comme Value Line, Bloomberg et autres, publient dans le cadre de leurs analyses des rendements sur les marchés des bêtas ajustés.*

*Par contre, cette tendance des bêtas vers 1.0 n'est pas aussi évidente pour des secteurs réglementés comme la distribution du gaz naturel. La preuve de l'ACIG permet en effet de remettre en question la pertinence d'utiliser sans réserve la théorie générale des bêta[s] ajustés pour les entreprises réglementées. À défaut de pouvoir mesurer directement le bêta de SCGM, les experts doivent recourir à des estimations basées soit sur un échantillon de sociétés comparables, soit sur des études de portée générale »*<sup>221</sup>. [nous soulignons], [notes de bas de page omises]

<sup>219</sup> Pièce [B-0015](#), p. 103 et pièce confidentielle [B-0154](#), p. 13, R3.3.

<sup>220</sup> Société en commandite Gaz Métro, à savoir la dénomination d'Énergir en 1998.

<sup>221</sup> Dossier R-3397-98, décision [D-99-11](#), p. 46.

[299] Depuis cette décision, comme le démontre le tableau suivant, la Régie a toujours retenu des Bêtas non ajustés aux fins du MÉAF d'une société repère<sup>222</sup>.

**TABLEAU 7**  
**BÊTAS RETENUS PAR LA RÉGIE DEPUIS SA DÉCISION D-99-11**  
**AUX FINS DU MÉAF DU DISTRIBUTEUR REPÈRE**

<b>Dossier</b>	<b>Société règlementée</b>	<b>Décision</b>	<b>Bêta non ajusté</b>
R-3842-2013	Hydro-Québec (HQT/HQD)	<a href="#">D-2014-034</a> , p. 40 à 42	0,48 – 0,58
R-3807-2012	Intragaz	<a href="#">D-2013-08</a> , p. 38	0,50 – 0,60
R-3752-2011	SCGM (Énergir)	<a href="#">D-2011-182</a> , p. 56 et 57	0,50 – 0,60
R-3724-2010	Gazifère	<a href="#">D-2010-147</a> , p. 20	0,50 – 0,55
R-3690-2009	SCGM (Énergir)	<a href="#">D-2009-156</a> , p. 65	0,50 – 0,55
R-3630-2007	SCGM (Énergir)	<a href="#">D-2007-116</a> , p. 27	0,50 – 0,55
R-3492-2002	Hydro-Québec (HQD)	<a href="#">D-2003-93</a> , p. 72 et 73	0,55
R-3401-98	Hydro-Québec (HQT)	<a href="#">D-2002-95</a> , p. 165 et 166	0,53
R-3397-98	SCGM (Énergir)	<a href="#">D-99-11</a> , p. 46	0,55

[300] La Régie constate que les explications fournies par la Dre Villadsen ne sont pas différentes de celles fournies par les experts dans les dossiers précédents afin d'appuyer le recours à l'ajustement de Blume.

[301] La Régie remarque également qu'il est normal que la différence entre un Bêta ajusté se situant 0,85 et 0,95, comme proposé par la Dre Villadsen, et un Bêta non ajusté soit faible. En effet, la formule de Blume est construite de manière à ce que l'ajustement soit nul si le Bêta non ajusté est de 1, et de 0,67 s'il est nul<sup>223</sup>. Selon le niveau des Bêtas établis par la Dre Villadsen à l'aide de ses échantillons et de données hebdomadaires sur trois ans, l'écart entre les Bêtas non ajustés et ajustés est d'environ 0,05<sup>224</sup>.

<sup>222</sup> La décision relative à Intragaz ne précise pas si le Bêta est ajusté ou non. Toutefois, la Régie n'a pas retenu le modèle AFM recommandé par l'expert de la demanderesse. Elle a plutôt retenu un MÉAF comme celui proposé par le Dr Booth.

<sup>223</sup> Pièce confidentielle [B-0154](#), p. 13, R3.3.

<sup>224</sup> Pièce [B-0350](#), p. 20.

[302] La Régie est d'avis que les explications fournies par le Dr Booth à propos de l'ajustement des Bêtas sont probantes<sup>225</sup>. **Ainsi, elle maintient sa conclusion maintes fois exprimée à l'effet qu'en présence de droits exclusifs de distribution, il est difficile de concevoir comment le risque propre d'un distributeur repère pourrait se modifier substantiellement à la hausse et évoluer vers le risque du marché au fil des ans.**

[303] Pour cette raison, la Régie est d'avis que même si la fourchette des Bêtas présentée par la Dre Villadsen n'était pas ajustée selon la formule de Blume, elle demeure à un niveau trop près de 1, à savoir de l'ordre de 0,85, pour représenter le risque d'un distributeur repère.

[304] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique reliée à la qualité des Bêtas bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements dans le cadre de l'application du MÉAF. Il existe une difficulté croissante à déduire la valeur du Bêta d'un distributeur repère de façon objective à partir des données boursières. **En conséquence, sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit le Bêta d'un distributeur repère dans une fourchette de 0,50 à 0,60.**

### *Frais d'émission*

[305] Pour arriver à ses recommandations, la Dre Villadsen utilise plusieurs méthodologies et propose différentes hypothèses et ajustements, tel que présenté précédemment. Elle n'a toutefois pas recours à une provision pour frais d'émission et autres coûts d'accès au marché des capitaux.

[306] Le Dr Booth présente également différentes méthodologies, hypothèses et ajustements. Il a pour sa part recours à une provision pour frais d'émission et autres coûts d'accès au marché des capitaux de 0,50 % pour établir sa recommandation de TRCP de 7,50 %<sup>226</sup>.

[307] La Régie rappelle que des frais d'émission et autres coûts d'accès au marché des capitaux ont été autorisés dans le cadre de plusieurs décisions antérieures<sup>227</sup> relatives à

---

<sup>225</sup> Pièce [C-ACIG-0040](#), p. 7 à 10.

<sup>226</sup> Pièce [C-ACIG-0037](#), p. 3.

<sup>227</sup> Dossiers R-3690-2009, décision [D-2009-156](#), p. 68 et 69, R-3724-2010, décision [D-2010-147](#), p. 24, et R-3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 59.

Énergir et Gazifère, un tel ajustement étant conforme au principe d'isolement, compatible avec la pratique appliquée par plusieurs régulateurs et non contesté au présent dossier.

[308] **En conséquence, la Régie établit une fourchette de la provision pour frais d'émission et autres frais d'accès au marché des capitaux de 30 à 50 points de base.**

#### **6.3.4 TAUX DE RENDEMENT POUR UN DISTRIBUTEUR REPÈRE**

[309] Le tableau ci-dessous présente le MÉAF pour un distributeur repère selon les fourchettes de valeurs retenues pour chacun des paramètres. Dans ce MÉAF, la Régie tient également compte des explications du Dr Booth à propos des écarts entre les résultats historiques du MÉAF et de l'AFM.

**TABLEAU 8**  
**VALEURS RETENUES AUX FINS DU MÉAF D'UN DISTRIBUTEUR REPÈRE**

<b>Paramètre</b>	<b>Bas de la fourchette</b>	<b>Haut de la fourchette</b>
Taux sans risque	3,25 %	4,25 %
Prime de risque de marché	5,50 %	6,00 %
Bêta pour un distributeur repère	0,50	0,60
Frais d'émission	0,30 %	0,50 %
<b>Sous-total : Résultat produit par le MÉAF</b>	<b>6,30 %</b>	<b>8,35 %</b>
Ajustement pour tenir compte des écarts entre les résultats historiques du MÉAF et de l'AFM	0,50 %	1,00 %
<b>Total : TRCP d'un distributeur repère</b>	<b>6,80 %</b>	<b>9,35 %</b>

### 6.3.5 TAUX DE RENDEMENT DES DEMANDERESSES

[310] Afin d'établir le TRCP des Demanderesses, la Régie tient compte de leur niveau de risque propre par rapport à un distributeur repère, par le biais d'ajustements apportés au TRCP sur les capitaux propres d'un distributeur repère<sup>228</sup>.

[311] Tel qu'établi à la section 5.3 de la présente décision, la Régie estime que le risque d'Énergir par rapport à un distributeur repère se situe entre 25 et 45 points de base. Elle estime également que le risque de Gazifère par rapport à un distributeur repère se situe entre 40 et 60 points de base.

[312] Le tableau suivant présente les fourchettes de TRCP pour Énergir et Gazifère qui résultent de la prise en compte de leurs risques spécifiques, par rapport à un distributeur repère.

**TABLEAU 9**  
**FOURCHETTE DE TRCP POUR ÉNERGIR ET GAZIFÈRE**

<b>Paramètre</b>		<b>Bas de la fourchette</b>	<b>Haut de la fourchette</b>
TRCP d'un distributeur repère (tableau 8)	(a)	6,80 %	9,35 %
A. Ajustement pour le risque d'Énergir	(b)	0,25 %	0,45 %
<b>TRCP pour Énergir</b>		<b>7,05 %</b>	<b>9,80 %</b>
= (a) + (b)			
C. Ajustement pour le risque de Gazifère	(c)	0,40 %	0,60 %
<b>TRCP pour Gazifère</b>		<b>7,20 %</b>	<b>9,95 %</b>
= (a) + (c)			

[313] Ainsi, en tenant compte de l'ensemble des conclusions précédentes, le TRCP à autoriser pour Énergir se situe dans une fourchette allant de 7,05 % à 9,80 %. Celui de Gazifère se situe entre 7,20 % et 9,95 %.

<sup>228</sup> Dossier R-3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 59, par 236 et p. 74, tableau 4.



[314] **Sur la base de la preuve au dossier et pour l'ensemble des motifs exprimés précédemment, la Régie maintient la structure de capital présumée des Demanderesses, à savoir :**

- **38,5 % d'avoir propre, 7,5 % d'actions privilégiées et 54 % de dette pour Énergir;**
- **46 % d'avoir propre et 54 % de dette pour Intragaz;**
- **40 % d'avoir propre et 60 % de dette pour Gazifère.**

[315] **Elle détermine le TRCP sur les capitaux propres d'Énergir à 8,90 %, pour une application à l'année tarifaire 2022-2023, débutant le 1<sup>er</sup> octobre 2022.**

[316] **La Régie détermine le TRCP sur les capitaux propres de Gazifère à 9,05 %, pour une application à l'année tarifaire 2023, débutant le 1<sup>er</sup> janvier 2023.**

[317] En ce qui a trait au TRCP d'Intragaz, la Régie retient qu'hormis la question de la prime d'échéance, les parties s'entendent sur le fait que les risques de cette société sont similaires à ceux d'Énergir et qu'en conséquence, la structure de capital et le TRCP de ces deux sociétés devraient être équivalents<sup>229</sup>.

[318] En ce qui a trait à la proposition de la prime d'échéance, la Régie juge qu'il n'est pas approprié de donner suite à la recommandation de la Dre Villadsen d'octroyer une telle prime à Intragaz. Cette proposition de la Dre Villadsen s'appuie sur une décision de l'*Iowa Utilities Board*. Or, la Régie estime que le cadre juridique de cette instance diffère de celui d'Intragaz. Par ailleurs, le risque principal d'Intragaz avec ce contrat pluriannuel est celui de ne pas être payé par Énergir. Or, la preuve est à l'effet que ce risque est lié à celui d'Énergir d'être en mesure de recevoir les revenus nécessaires aux fins de payer ses fournisseurs. Le Dr Booth souligne même que ce contrat de 10 ans a pour effet de diminuer les risques d'Intragaz et non de les augmenter<sup>230</sup>, mais il indique ne pas avoir de difficulté à allouer des paramètres financiers équivalents, puisqu'il considère qu'Énergir et Intragaz sont, à toutes fins pratiques, des entreprises intégrées.

---

<sup>229</sup> Pièce [A-0054](#), p. 135.

<sup>230</sup> Pièce [C-ACIG-0087](#), p. 4.

[319] La Régie retient également qu'Intragaz confirme qu'elle est en accord avec la proposition de la Dre Villadsen de lier son taux de rendement à celui d'Énergir sur l'horizon 2023-2032<sup>231</sup>. Selon la demanderesse, il s'agit d'une approche allégée permettant d'ajuster le TRCP d'Intragaz en fonction de l'évolution du contexte financier ayant comme référence le TRCP d'Énergir.

[320] Or, la rémunération des 46 % « *d'équité* » d'Intragaz et d'Énergir repose d'une part sur 46 % de capitaux propres et d'autre part sur 38,5 % de capitaux propres et sur 7,5 % d'actions privilégiées.

[321] Ainsi, afin de lier le TRCP d'Intragaz à celui d'Énergir, tout en s'assurant que leur taux de rendement sur « *l'équité* » soit équivalent, la Régie utilise le calcul présenté par M. Tremblay d'Énergir en audience<sup>232</sup>. À titre illustratif du calcul du TRCP d'Intragaz à l'aide de celui d'Énergir, la Régie utilise le taux des actions privilégiées d'Énergir, fourni par cette dernière dans son dossier tarifaire 2021-2022, à savoir 5,412 %<sup>233</sup> :

$$8,33 \% = (8,90 \% \times 38,5 \% + 5,412 \% \times 7,5 \%) \div 46 \%$$

[322] Autrement dit, un TRCP de 8,9 % selon une structure de capital composée de 38,5 % de capitaux propres et de 7,5 % d'actions privilégiées rémunérées à un taux de 5,412 %, procure un rendement équivalent à un TRCP de 8,33 % sur 46 % de capitaux propres.

**[323] Pour les motifs exprimés précédemment, la Régie détermine que le TRCP d'Intragaz sera lié à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033 de telle sorte que leur taux rendement sur « *l'équité* » soit équivalent en fonction de leur structure de capital propre.**

---

<sup>231</sup> Pièce [B-0325](#), p. 1, R1.1.

<sup>232</sup> Pièce [A-0054](#), p. 163.

<sup>233</sup> Dossier R-4151-2021, pièce [B-0054](#), ligne 6, colonne 7.

[324] **Étant donné que la mise à jour du taux effectif moyen des actions privilégiées n'a pas été déposée dans le dossier tarifaire 2022-2023<sup>234</sup>, la Régie demande à Énergir de déposer cette mise à jour, dans un délai maximum de deux semaines à compter de la présente décision, selon la même méthodologie<sup>235</sup>, afin d'approuver le TRCP final d'Intragaz dans une décision à venir.**

[325] Par ailleurs, en réponse à une DDR de la Régie, Intragaz propose une méthode allégée qui permettrait de lier son TRCP à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033<sup>236</sup>.

[326] La Régie est d'avis que la méthode proposée respecte les conclusions de la présente décision, à savoir que les risques d'affaires d'Intragaz sont similaires à ceux d'Énergir. Cette méthode représente également un compromis raisonnable entre la précision d'une approche basée sur une preuve d'expert et les bénéfices d'un allègement réglementaire pour une société de la taille d'Intragaz.

[327] **Conséquemment, la Régie approuve la méthode allégée, proposée par Intragaz à la pièce B-0325, qui permet de lier son TRCP à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033. Dans l'application de cette méthode, la Régie ordonne que la règle de liaison du TRCP d'Intragaz à celui d'Énergir repose sur le principe utilisé dans la présente décision, à savoir que le taux rendement sur « l'équité » des deux sociétés soit équivalent en fonction de leur structure de capital propre.**

---

<sup>234</sup> Dossier R-4177-2021.

<sup>235</sup> Dossier R-4151-2021, pièce [B-0054](#).

<sup>236</sup> Pièce [B-0325](#), p. 1 et 2, R1.2.1.

## 7. PÉRIODE D'APPLICATION

[328] Dans le présent dossier, la Régie a demandé aux participants leur position sur une période d'application des taux de rendement et des structures de capital. Les objectifs visés par la Régie sont l'efficacité, la stabilité et l'allégement réglementaire, ainsi que la réduction des frais réglementaires. La Régie est d'avis qu'une période d'application pluriannuelle pourrait permettre d'éviter des demandes répétitives relatives au taux de rendement, tel que constaté dans la décision D-2011-182<sup>237</sup>.

[329] En réponse à une DDR de la Régie<sup>238</sup>, les Demanderesses indiquent être généralement favorables aux allègements réglementaires, notamment en ce qui a trait à la détermination du taux de rendement, mais estiment qu'une période de cinq ans est un peu longue à la lumière de l'expérience des 20 dernières années, alors que les périodes allaient jusqu'à trois ans.

[330] De plus, elles soumettent que le cadre permettant l'examen du taux de rendement durant la période que pourrait déterminer la Régie devrait être précisé, comme elle le notait dans sa décision D-99-011 :

*« La Régie note également que, lors des témoignages, certaines réserves quant à l'usage d'une formule automatique pour ajuster périodiquement le taux de rendement ont été exprimées et que différents paramètres, pour limiter ou justifier les interventions possibles devant la Régie, ont été suggérés. La Régie est d'opinion qu'un tel mécanisme d'ajustement ne sera effectivement utile et valable que si, tout en assurant le maintien d'une situation financière saine du distributeur, les règles et les circonstances de révision sont claires pour toutes les parties intéressées »<sup>239</sup>.*

[331] Dans sa plaidoirie, l'ACIG suggère de revoir le taux de rendement et la structure de capital, dans le cadre d'une nouvelle audience dans trois ans<sup>240</sup>.

[332] La Régie remarque la pertinence à la demande de préciser le cadre d'une période d'application. La Régie reconnaît que les Demanderesses ont droit à un taux de rendement raisonnable leur assurant une situation financière saine. Elle doit toutefois évaluer

---

<sup>237</sup> Dossier R 3752-2011 Phase 2, décision [D-2011-182](#), p. 72 et 73.

<sup>238</sup> Pièce [B-0209](#), p. 11.

<sup>239</sup> Dossier R-3397-98, décision [D-99-11](#), p. 49.

<sup>240</sup> Pièce [C-ACIG-0102](#), p. 71.

l'équilibre entre une période d'application suffisamment longue avant un nouvel examen du taux de rendement pour atteindre les objectifs visés tout en permettant, si la situation le requiert, aux Demanderesses de présenter une demande avant la fin de la période.

[333] La Régie juge qu'une période d'application de trois ans des taux de rendement et des structures de capital des Demanderesses assure cet équilibre. Au terme de cette période, les Demanderesses pourront, au besoin, demander à la Régie de revoir, ou non, tant leur taux de rendement que leur structure de capital.

[334] Cependant, dans l'éventualité où les Demanderesses sont d'avis que la situation requiert un réexamen de leur taux de rendement et de leur structure de capital avant la fin de ce terme de trois ans, elles devront préalablement présenter une demande à la Régie portant sur les motifs et conditions justifiant un tel examen, en temps opportun, avant d'engager des frais importants, notamment à l'égard des ressources externes (frais d'expert, frais juridiques, etc.).

## **8. COMPTES DE FRAIS REPORTÉS**

[335] Les Demanderesses déposent leur mise à jour des coûts réels<sup>241</sup> associés à la préparation de l'examen du présent dossier et portés aux CFR.

[336] Énergir demande d'accueillir les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le coût moyen pondéré du capital, jusqu'à leur inclusion dans le dossier tarifaire 2023-2024, au plus tard.

[337] Gazifère demande d'accueillir les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le taux de la dette à court terme, pour les années 2021 et 2022, jusqu'à leur inclusion dans les dossiers tarifaires pour les années 2023 et 2024 respectivement.

---

<sup>241</sup> Pièce [B-0394](#).

[338] **La Régie accueille la demande d'Énergir portant sur les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le coût moyen pondéré du capital, jusqu'à leur inclusion dans le dossier tarifaire 2023-2024, au plus tard.**

[339] **La Régie accueille la demande Gazifère portant sur les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le taux de la dette à court terme, pour les années 2021 et 2022, jusqu'à leur inclusion dans les dossiers tarifaires pour les années 2023 et 2024 respectivement.**

## 9. DEMANDE D'ORDONNANCE DE TRAITEMENT CONFIDENTIEL

[340] À la suite de la DDR n° 3 de la Régie<sup>242</sup>, les Demanderesses demandent notamment à cette dernière de :

*« ACCUEILLIR la demande d'ordonnance de traitement confidentiel à l'égard des annexes à la pièce ÉGI-1, lesquelles sont identifiées sous les cotes BV-4 à BV-10, BV-12 et BV-13, ainsi qu'aux pièces EGI-5, EGI-6.3, EGI-7.1 à EGI-7.22, EGI-9, EGI-12, EGI-14.3 à EGI-14.24, EGI-18.1.2, EGI-18.3.1, EGI-18.3.2, EGI-18.3.9, EGI-18.5, EGI-18.5.1 à EGI-18.5.6, EGI-20.4.1 à EGI-20.4.4, EGI-24.2.1, EGI-24.2.4, EGI-24.3 et EGI-18.1.2.*

*INTERDIRE la divulgation, la publication et la diffusion des renseignements contenus aux annexes à la pièce ÉGI-1, lesquelles sont identifiées sous les cotes BV-4 à BV-10, BV-12 et BV-13, ainsi qu'aux pièces EGI-5, EGI-6.3, EGI-7.1 à EGI-7.22, EGI-9, EGI-12, EGI-14.3 à EGI-14.24, EGI-18.1.2, EGI-18.3.1, EGI-18.3.2, EGI-18.3.9, EGI-18.5, EGI-18.5.1 à EGI-18.5.6, EGI-20.4.1 à EGI-20.4.4, EGI-24.2.1, EGI-24.2.4, EGI-24.3 et EGI-18.1.2 jusqu'au 31 décembre 2031 »<sup>243</sup>.*

---

<sup>242</sup> Pièce [B-0330](#), p. 1.

<sup>243</sup> Pièce [B-0331](#), p. 8.

[341] Les Demanderesses soumettent des déclarations sous serment au soutien de leur demande d'ordonnance de traitement confidentiel.

[342] Seule l'ACIG a fait des représentations au sujet de cette demande de traitement confidentiel. Elle soumet avoir demandé l'accès à ces documents aux Demanderesses et que cela a suscité beaucoup de discussions et d'échanges avant que ses experts acceptent de signer l'engagement de confidentialité modifié, ces derniers jugeant que la portée de cet engagement était trop large et que les données en question ne constituaient pas, à proprement parler, des informations confidentielles, puisqu'elles pouvaient être obtenues par toute personne qui en payait les droits.

[343] L'ACIG soumet que, selon elle, les Demanderesses souhaitent donner un « traitement confidentiel » aux données vu l'existence d'ententes contractuelles avec certains fournisseurs de données et autres droits d'auteurs à respecter. Or elle tient à sensibiliser la Régie sur le fait qu'un temps considérable a été requis sur cette question et qu'il y aurait lieu de trouver, possiblement, pour l'avenir, une façon d'accorder un traitement particulier à ces informations, sans qu'elles aient à être qualifiées de « confidentielles ». Elle s'en remet toutefois à la Régie sur la qualification recherchée par les Demanderesses.

### ***Opinion de la Régie***

[344] L'article 30 de la Loi prévoit ce qui suit :

*« La Régie peut interdire ou restreindre la divulgation, la publication ou la diffusion de renseignements ou de documents qu'elle indique, si le respect de leur caractère confidentiel ou l'intérêt public le requiert ».*

[345] Cet article constitue une exception à la règle générale du caractère public des débats devant la Régie. Selon cette règle, il incombe à celui qui demande une ordonnance de traitement confidentiel de faire la preuve que les renseignements visés par sa demande ont un caractère confidentiel qui doit être respecté.

[346] Aux fins de la présente décision, la Régie prend en considération la nature des renseignements visés par la demande et le préjudice auquel les Demanderesses seraient exposées, selon les déclarations sous serment déposées au dossier.

[347] La Régie dresse ci-dessous la liste des pièces et des informations visées par la demande d'ordonnance de traitement confidentiel et réfère aux déclarations sous serment visées, ainsi que la durée demandée pour le traitement confidentiel.

TABLEAU 10

PIÈCE OU INFORMATION FAISANT L'OBJET D'UNE DEMANDE D'ORDONNANCE DE  
TRAITEMENT CONFIDENTIEL

<b>Pièce ou information faisant l'objet d'une demande d'ordonnance de traitement confidentiel</b>	<b>Cote Régie</b>	<b>Déclaration sous serment</b>	<b>Échéance du traitement confidentiel</b>
Pièces BV-4 à BV-10	B-0016 à B-0022	Mme Barbara Levine, pièce <a href="#">B-0031</a>	31 décembre 2031
Pièces BV-12 et BV-13	B-0023 et B-0024	Mme Barbara Levine, pièce <a href="#">B-0031</a>	31 décembre 2031
Pièce EGI-18.1.2.	B-0211	Mme Odile Poupart ( <a href="#">B-0214</a> ) et M <sup>e</sup> Fadi Amine ( <a href="#">B-0213</a> )	31 décembre 2031
Pièces EGI-5, EGI-6.3, EGI-7.1 à EGI-7.22, EGI-9, EGI-12, EGI-14.3 à EGI-14.24, EGI-18.3.1, EGI-18.3.2, EGI-18.3.9, EGI-18.5, EGI-18.5.1 à EGI-18.5.6, EGI-20.4.1 à EGI-20.4.4, EGI-24.2.1, EGI-24.2.4, EGI-24.3.	B-0040, B-0043, B-0046 à B-0067, B-0076, B-0080, B-0108 à B-0129, B-0144, B-0145, B-0152, B-0154, B-0155 à B-0160, B-0194 à B-0197, B-0314, B-0317, B-0318.	Mme Barbara Levine, pièce <a href="#">B-0031</a>	31 décembre 2031



[348] **Après examen des motifs énoncés aux déclarations sous serment de la troisième colonne du tableau 10 ci-dessus, la Régie juge qu'ils justifient que les pièces identifiées aux deux premières colonnes du tableau 10 soient traitées de façon confidentielle.**

[349] **La Régie accueille donc la demande d'ordonnance de traitement confidentiel relative à ces pièces et interdit la divulgation, la publication et la diffusion des renseignements qu'ils contiennent ainsi que des pièces elles-mêmes, jusqu'au 31 décembre 2031.**

[350] **Pour ces motifs,**

**La Régie de l'énergie :**

**DÉTERMINE** un taux de rendement de 8,9 % sur l'avoir propre d'Énergir pour une application à l'année tarifaire 2022-2023, débutant le 1<sup>er</sup> octobre 2022;

**APPROUVE** une structure en capital présumée d'Énergir constituée de 38,5 % d'avoir propre, 7,5 % d'actions privilégiées et de 54 % de dette;

**DÉTERMINE** un taux de rendement de 9,05 % sur l'avoir propre de Gazifère pour une application à l'année tarifaire 2023, débutant le 1<sup>er</sup> janvier 2023;

**APPROUVE** une structure en capital présumée de Gazifère constituée de 40 % d'avoir propre et de 60 % de dette;

**APPROUVE** une structure en capital présumée d'Intragaz constituée de 46 % d'avoir propre et de 54 % de dette;

**DÉTERMINE** que le TRCP d'Intragaz sera lié à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033, de telle sorte que leur taux rendement sur « *l'équité* » soit équivalent en fonction de leur structure de capital;

**DEMANDE** à Énergir de déposer, dans un délai maximum de deux semaines à compter de la présente décision, la mise à jour du taux effectif moyen des actions privilégiées, selon la même méthodologie pour l'année tarifaire 2022-2023, aux fins de la détermination du TRCP final d'Intragaz dans une décision à venir;

**APPROUVE** la méthode allégée proposée par Intragaz à la pièce B-0325, qui permet de lier son TRCP à celui d'Énergir sur la période du 1<sup>er</sup> mai 2023 au 30 avril 2033;

**ORDONNE** que la règle de liaison du TRCP d'Intragaz à celui d'Énergir repose sur le principe utilisé dans la présente décision, à savoir que le taux de rendement sur « *l'équité* » des deux sociétés soit équivalent en fonction de leur structure de capital;

**ORDONNE** une période d'application de trois ans des taux de rendement et des structures de capital des Demanderesses;

**ORDONNE** aux Demanderesses, dans l'éventualité où elles sont d'avis que la situation requiert un réexamen des taux de rendement et des structures de capital avant la fin du terme de trois ans, de présenter préalablement une demande portant sur les motifs et conditions justifiant un tel réexamen avant d'engager des frais importants;

**ACCUEILLE** la demande d'Énergir portant sur les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le coût moyen pondéré du capital, jusqu'à leur inclusion dans le dossier tarifaire 2023-2024, au plus tard;

**ACCUEILLE** la demande de Gazifère portant sur les modalités de disposition du CFR, qui prévoient que les coûts associés à la préparation de l'examen du présent dossier soient cumulés et portés à son CFR hors base, portant intérêts selon le taux de la dette à court terme, pour les années 2021 et 2022, jusqu'à leur inclusion dans les dossiers tarifaires pour les années 2023 et 2024 respectivement;

**ACCUEILLE** la demande d'ordonnance de traitement confidentiel des pièces présentées au tableau 10;

**INTERDIT** la divulgation, la publication et la diffusion des pièces identifiées aux deux premières colonnes du tableau 10 et interdit la divulgation, la publication et la diffusion des renseignements qu'elles contiennent jusqu'au 31 décembre 2031.

Jocelin Dumas

Régisseur

Lise Duquette

Régisseur

Esther Falardeau

Régisseur