Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.
Avocats
Agents de brevets et marques de commerce

Tour de la Bourse
Bureau 3700, C.P. 242
800, Place Victoria
Montréal (Québec) Canada H4Z 1E9

514 397 7400 Téléphone
514 397 7600 Télécopieur
1 800 361 6266 Sans frais

www.fasken.com

FASKEN MARTINEAU

Me André Turmel
Direct (514) 397 5141
aturmel@fasken.com

Le 4 juin 2010
No de dossier : 10887/115805.106

PAR COURRIEL ET PAR MESSAGER

Me Véronique Dubois, Secrétaire
Régie de l'énergie
800, Place Victoria, 2e étage, bureau 255
Montréal (Québec)
H4Z 2A2

Objet Demande pour la fermeture règlementaire des livres pour la période du 1er janvier 2009 au 31 décembre 2009 et demande d'approbation du plan d'approvisionnement et demande de modification des tarifs de Gazifère inc. à compter du 1er janvier 2011 (R-3724-2010 Phase III)

Chère consœur,

Veuillez trouver ci-joint un original et huit exemplaires des observations de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante dans le cadre de la Phase III du dossier mentionné en titre.

Espérant le tout conforme, veuillez agréer, chère consœur, l'expression de nos sentiments les plus distingués.

FASKEN MARTINEAU DuMOULIN s.r.l.

André Turmel

André Turmel
AT/nb
p.j.
c.c : Me Louise Tremblay, procureure de Gazifère et tous les intervenants

DM_MTL/115805-00106/2312317.1

OBSERVATIONS DE LA FÉDÉRATION CANADIENNE DE L'ENTREPRISE INDÉPENDANTE (FCEI) PORTANT SUR LA DEMANDE RELATIVE AU RENOUVELLEMENT DU MÉCANISME INCITATIF, À LA FERMETURE RÉGLEMENTAIRE DES LIVRES POUR LA PÉRIODE DU 1ER JANVIER 2009 AU 31 DÉCEMBRE 2009, À L'APPROBATION DU PLAN D'APPROVISIONNEMENT POUR L'EXERCICE 2011 ET À LA MODIFICATION DES TARIFS DE GAZIFÈRE INC. À COMPTER DU 1ER JANVIER 2011

CAUSE R-3724-2010 PHASE III

Introduction

Depuis la mise en place du mécanisme incitatif, la Régie autorise la structure de capital suivante : 55% de dette à long terme, 5% de dette à court terme et 40% d'avoir des actionnaires. L'analyse des données présentées aux dossiers de fermeture 2006 à 2009 indique que l'avoir des actionnaires réel dépasse 40% trois années sur quatre, est égal à 40% l'autre année et n'est jamais inférieur à 40%. Bien que l'on ne dispose que de quatre années d'observations, une tendance à observer un avoir des actionnaires supérieur au niveau autorisé semble poindre. Puisque l'avoir des actionnaires est la source de capital la mieux rémunérée, il y a lieu de se questionner quant à l'impact d'une structure de capital réelle différente de la structure de capital autorisée. Il est aussi opportun de se pencher sur l'impact de la gestion de la structure de capital réelle dans le cadre du mécanisme incitatif. Nous discuterons en premier lieu de l'impact général du mécanisme incitatif sur la gestion de la structure de capital et présenterons par la suite nos observations sur la situation au dossier de fermeture 2009.

Impact du mécanisme incitatif sur la gestion réelle de la structure de capital

La FCEI se questionne sur les liens financiers entre Gazifère et Enbridge. Cette dernière étant la source de tous les types de financement pour Gazifère,[1] on ne peut ignorer le fait qu'une structure de capital favorisant l'avoir des actionnaires présente des avantages pour Enbridge à deux niveaux. D'abord, le rendement reçu sur l'avoir des actionnaires étant généralement plus élevé que le rendement sur la dette, Enbridge a tout intérêt à favoriser ce type de financement. Ensuite, la fiscalité favorise le versement de dividendes versus les revenus d'intérêts.

[1] GI-29, document 1, réponse 1.6

Dans le cadre du mécanisme incitatif, lorsqu'il y a excédent de rendement, plus la structure de capital favorise l'avoir des actionnaires, plus l'excédent de rendement est réduit. La différence entre l'excédent de rendement selon la structure de capital autorisée et la structure de capital réelle accroît directement le bénéfice de l'actionnaire.

Ainsi, le mécanisme incite à présenter une structure de capital réelle dont la proportion d'avoir des actionnaires excède le niveau autorisé. Cet incitatif est exacerbé par deux éléments. D'abord, plus l'excédent de rendement est élevé, plus il est avantageux de présenter des coûts de financement élevés. De cette façon, l'entreprise peut transférer à l'actionnaire une portion de l'excédent de rendement qui, autrement (i.e. si la structure de capital autorisée avait été parfaitement respectée), aurait dû être retournée aux clients. Lorsque l'excédent de rendement est inférieur à 100 points de base, ce transfert correspond à 25% de se dernier. Lorsqu'il se situe entre 100 et 250 point de base, il passe à 50%. Finalement, lorsque l'excédent de rendement surpasse les 350 points de base, la hausse du coût du capital est transférée à 100% des clients vers l'actionnaire (puisque 100% de l'excédent de rendement aurait été retourné aux clients). Ainsi, plus l'excédent de rendement est important, plus l'incitatif est grand.

Le deuxième élément est l'écart entre les taux des différentes sources de financement. Plus l'écart de taux est important entre l'avoir des actionnaires et les autres sources de financement, plus Gazifère a intérêt à favoriser l'avoir des actionnaires dans la structure de capital.[2] Si les taux d'intérêts sur les dettes à court et long termes sont égaux et équivalents au taux de rendement sur l'avoir des actionnaires, le seul avantage à favoriser l'avoir des actionnaires découle du traitement fiscal différent des revenus d'intérêts et des dividendes.[3] Toutefois, si le taux de rendement sur l'avoir des actionnaires est supérieur de 5% au taux d'intérêt de l'un ou l'autre des types de dette, Gazifère/Enbridge gagnera 0,05%, soit environ 35 000$ considérant la base de tarification de Gazifère, pour chaque pourcent d'avoir des actionnaires additionnel.

Ainsi, il ne fait aucun doute pour la FCEI que, dans le cadre du mécanisme incitatif actuel, Enbridge bénéficie d'une structure de capital réelle surpondérée en avoir des actionnaires. Le corollaire est que les clients sont désavantagés par une telle structure de capital.

Impact des écarts de structure de capital sur les résultats de 2009

Tel que mentionné en introduction, l'analyse des données présentées aux dossiers de fermeture 2006 à 2009 indique un avoir des actionnaires réel systématiquement égal ou supérieur au niveau autorisé. Cependant, l'impact financier de ces écarts demeurait relativement faible jusqu'au dossier de fermeture 2008.[4] La situation change toutefois en

---

[2] Sur ce point, il est intéressant de noter que le présent dossier de fermeture présente, à 41,7%, la plus forte proportion d'avoir des actionnaires au réel depuis 2005 et probablement bien au-delà.

[3] Les dividendes entre compagnies affiliées n'étant pas imposables.

[4] L'impact financier avait atteint un maximum d'environ 23 000$ avant impôt en 2007 selon nos estimations.

2009 où le manque à gagner pour les clients est de plus de 60 000$ avant impôt.[5] Cet impact résulte de la combinaison de deux facteurs. Premièrement, l'avoir des actionnaires réel au dossier de fermeture est significativement plus important que ce que la structure de capital autorisée prévoit, soit 1,73% de plus. Il s'agit de l'écart le plus important depuis la mise en place du mécanisme incitatif. Deuxièmement, l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette à court terme et le taux de rendement sur l'avoir des actionnaires est également très prononcé, soit 6,4 %. Cet écart était d'environ 4% en 2006 et 2008 et de 2,5% en 2007.

Lorsque questionnée sur l'écart entre la structure de capital réelle et autorisée, Gazifère affirme que « tous les efforts ont été mis en place au courant de l'année 2009 dans le but de se rapprocher le plus possible de la structure de capital autorisée. »[6] Elle indique également avoir devancé le paiement des dividendes pour payer la totalité des dividendes restants au mois de juin.[7]

La FCEI s'explique mal ces affirmations. Pourquoi Gazifère n'aurait-elle pas pu verser davantage de dividendes pour équilibrer la structure de capital? L'avoir des actionnaires de Gazifère est composé essentiellement de bénéfices non répartis. Ceux-ci représentaient plus de 24 M$ à la fin de 2009 en augmentation de 3 M$ sur le solde de fermeture de 2008. Il semble difficile dans ces circonstances de justifier qu'il n'aurait pas été possible de verser davantage de dividendes.

De la même façon, il est surprenant de constater que la structure de capital en fermeture présente un écart encore plus grand versus la structure de capital autorisée que la structure de capital moyenne. Cela est surprenant parce que, constatant que la structure de capital divergeait de la structure autorisée, on se serait attendu à ce que Gazifère tente de rétablir la structure de capital moyenne en fin d'année. Par conséquent, on aurait dû observer un avoir des actionnaires représentant moins de 40% de la structure de capital. Manifestement ce ne fut pas le cas puisque la structure de capital finale surpasse encore plus la structure autorisée que ne le fait la structure de capital moyenne.

En fait, on se serait attendu à ce que Gazifère tente de rétablir la structure de capital moyenne dès le moment où la divergence du niveau autorisé devenait évidente. Or il n'en est rien. Le tableau 1 montre l'évolution mensuelle de la part de l'avoir des actionnaires dans la structure de capital. On y voit que l'écart avec la structure de capital autorisée était très évident dès le mois d'avril, voire même mars (ligne 8 du tableau). Malgré cela, Gazifère a continué à maintenir un avoir des actionnaires mensuel bien au-delà de 40% de mai à décembre (ligne 7 du tableau). Même en avril, soit le mois suivant le premier versement de dividende, la structure de capital moyenne s'est détériorée. Il est difficilement compréhensible que Gazifère n'ait pas anticipé cela et n'ait pas choisi de verser un dividende plus important en mars. Il est tout aussi difficile de comprendre pourquoi Gazifère n'a pas versé un dividende plus élevé en juin. À ce point, la proportion

[5] 1 288 001$-1 226 440$=61 561$. Voir GI-29, document 1, réponse 1.4.

[6] GI-29, document 1, réponse 1.3.

[7] Idem.

de l'avoir des actionnaires pour les six premiers mois de l'année était de presque 42%, Gazifère aurait donc dû viser une structure de capital d'environ 38% pour le reste de l'année, ce qui aurait exigé un versement de dividende beaucoup plus important. Elle ne l'a pas fait. Gazifère n'a versé aucun dividende aux troisième et quatrième trimestres malgré un déséquilibre flagrant dans la structure de capital. Elle n'a pas non plus jugé bon de verser un dividende exceptionnel.

Tableau 1: Part de l'avoir des actionnaires dans la structure de capital de Gazifère - 2009

	1er jan 2009	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	Référence
Avoir des actionnaires (M$)														
Fin de mois	34.2	35.8	37.4	37.8	38.4	38.5	35.3	34.9	34.9	34.4	34.8	35.4	37.1	GI-15, doc 1, p.1, l.33
Année à date	34.2	70.1	107.4	145.2	183.6	222.1	257.3	292.2	327.1	361.5	396.3	431.7	468.8	somme des mois terminés
Capital Total (M$)														
Fin de mois	83.7	91.7	87.9	89.6	89.5	88.0	83.9	85.1	84.5	83.9	84.7	84.9	86.0	GI-15, doc 1, p.1, l.35
Année à date	83.7	175.3	263.2	352.9	442.4	530.4	614.3	699.4	784.0	867.8	952.6	1,037.5	1,123.5	somme des mois terminés
Avoir des actionnaires en % du capital														
Fin de mois	40.9	39.1	42.5	42.2	42.9	43.7	42.0	41.0	41.3	41.0	41.1	41.7	43.1	l.2 / l.6
Année à date	40.9	40.0	40.8	41.2	41.5	41.9	41.9	41.8	41.7	41.6	41.6	41.6	41.7	l.3 / l.7
Versement de dividende				0.9			2.9			0			0	GI-15, doc 1, p.1, l.28

Conclusions

La FCEI note que le mécanisme actuel incite Gazifère à ne pas respecter la structure de capital autorisée. À ce chapitre, les données montrent que la structure de capital réelle de Gazifère pour les années 2006 à 2009 n'a jamais été inférieure à 40% et a été nettement supérieure à 40% en 2006, 2007 et 2009. Le fait que la structure de capital réelle ait divergée de la structure de capital autorisée a eu un impact plus important en 2009 dû à un écart marqué entre le taux de rendement sur l'avoir des actionnaires et le taux de la dette à court terme.

Sachant que les signes d'un déséquilibre étaient évidents dès mars, la FCEI a beaucoup de mal à se convaincre que Gazifère n'aurait pu agir plus énergiquement pour rétablir la structure de capital.

Considérant que Gazifère à un incitatif à laisser sa structure de capital diverger de la structure autorisée, qu'elle n'a pas pris de mesures sérieuse pour éviter que cela se produise et que cette divergence engendre un coût de plus de 60 000$ pour les clients (au bénéfice de l'actionnaire), la FCEI recommande à la Régie d'établir le coût du capital sur la base de la structure de capital autorisée dans le présent dossier.

De plus, la FCEI suggère que cette approche devienne la norme aussi longtemps que le mécanisme incitatif demeurera en vigueur afin d'éviter a) que la situation observée au présent dossier ne se reproduise et 2) de soumettre Gazifère à un incitatif non souhaitable.