

QUÉBEC

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

No. R-3752-2011
Phase 2

SOCIÉTÉ EN COMMANDITE GAZ MÉTRO,
société dûment constituée, ayant sa principale
place d'affaires au 1717, rue du Havre, en les
ville et district de Montréal, province de
Québec,

(ci-après le **Distributeur** ou **Gaz Métro**)

ARGUMENTATION ÉCRITE DU DISTRIBUTEUR

TABLE DES MATIÈRES

	Page
I- LE CADRE JURIDIQUE DE LA DÉTERMINATION DU TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE	1
II- LA DÉTERMINATION D'UN TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE.....	5
A. Les critères et les principes d'évaluation	5
1. Les critères d'évaluation du taux de rendement raisonnable.....	5
2. Les principes d'évaluation.....	8
B. Les méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable	14
C. Le calcul d'un taux de rendement raisonnable.....	17
1. Le MÉAF, avant les ajustements requis.....	17
a) Le taux sans risque ou R_f	17
b) La prime de risque du marché ou $(R_m - R_f)$	18
c) Le risque relatif du distributeur repère	25
d) Les frais d'émission.....	31
2. Le MÉAF avec les ajustements requis.....	32
a) Un ajustement pour le risque relatif de Gaz Métro.....	33
b) Un ajustement pour tenir compte des Variations hors moyenne du taux sans risque courant.....	39
c) Un ajustement pour tenir compte des Variations d'écarts de crédit courants.....	43
d) Un ajustement pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation	47
i) Les méthodes de primes de risque historique.....	47
ii) La méthode de l'AFM.....	48
iii) Sommaire des résultats des méthodes additionnelles considérées.....	49
3. Détermination d'un taux de rendement raisonnable	50
4. La position de l'ACIG	52
a) La qualité de la preuve de l'ACIG et la crédibilité du témoin Booth	52
b) Le choix de distributeurs canadiens comparables	56
D. La révision de la formule d'ajustement automatique	60
III- LA DÉTERMINATION D'UNE STRUCTURE DE CAPITAL OPTIMALE	65
A. Commentaires introductifs.....	65
B. La structure actuelle de Gaz Métro et celles d'autres entités réglementées.....	66
IV- CONCLUSION.....	74

I- LE CADRE JURIDIQUE DE LA DÉTERMINATION DU TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE

1. La phase 2 de la présente cause tarifaire est tenue et dirigée en vertu des articles 5, 32, 48, 49 et 51 de la *Loi sur la Régie de l'énergie*, L.R.Q., c. R-6.01 (**LRÉ**);
2. En l'instance, la Régie doit exercer sa compétence afin d'assurer que les tarifs et conditions auxquels le gaz naturel est fourni, transporté ou livré par un distributeur soient justes et raisonnables;

➤ Article 5 LRÉ :

5. Dans l'exercice de ses fonctions, la Régie assure la conciliation entre l'intérêt public, la protection des consommateurs et un traitement équitable du transporteur d'électricité et des distributeurs. Elle favorise la satisfaction des besoins énergétiques dans une perspective de développement durable et d'équité au plan individuel comme au plan collectif.

➤ Article 32 LRÉ :

32. La Régie peut de sa propre initiative ou à la demande d'une personne intéressée :

1° déterminer le taux de rendement [...] d'un distributeur de gaz naturel;

2° [...]

3° énoncer des principes généraux pour la détermination et l'application des tarifs qu'elle fixe; [...] [nos soulignements]

➤ Article 49 LRÉ :

49. Lorsqu'elle fixe ou modifie un tarif [...] de transport, de livraison ou d'emménagement de gaz naturel, la Régie doit notamment:

[...]

3° permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification;

[...]

7° s'assurer que les tarifs et autres conditions applicables à la prestation du service sont justes et raisonnables; [...] [nos soulignements]

➤ Article 51 LRÉ :

51. Un tarif [...] de livraison de gaz naturel ne peut 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 [...] d'un

distributeur de gaz naturel et le développement normal d'un réseau de [...] distribution, ou d'assurer un rendement raisonnable sur sa base de tarification. [nos soulignements]

3. Une lecture de ces dispositions révèle les deux volets indissociables de la compétence de la Régie, soit un pouvoir et un devoir d'ordre tarifaire;

- Décision D-2009-156, par. 181 :

[181] En contrepartie de la position monopolistique de l'entreprise dans le territoire où elle détient un droit exclusif de distribution, le cadre légal et réglementaire attribue à l'autorité réglementaire le pouvoir et le devoir de déterminer ce qu'est, dans le cadre d'un dossier donné, un rendement raisonnable. [nos soulignements]

4. Le pouvoir de la Régie est discrétionnaire et doit s'exercer de manière raisonnable sur la base des faits et du droit, tenant compte de l'ensemble des circonstances pertinentes, y compris de l'évolution des marchés et de l'environnement réglementaire;

- Décision D-2010-147, par. 27 :

[27] Par ailleurs, dans cette même décision [D-2009-156], la Régie considérait que son devoir est de déterminer un taux de rendement raisonnable et que la méthode qu'elle utilise relève 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 meilleure méthode pour fixer un taux de rendement raisonnable sur l'avis de l'actionnaire. [nos soulignements]

- Décision D-99-11, p. 44 :

[...] la Régie prend en considération, entre autres, les éléments suivants : le contexte financier de l'entreprise, son risque d'entreprise, le contexte économique général, les taux d'intérêt et le rendement des obligations de long terme, les méthodes d'estimation du taux de rendement présentées par les experts, le contexte réglementaire dans les juridictions voisines, et le maintien de l'intégrité financière de l'entreprise. [nos soulignements]

- *Dunsmuir c. Nouveau-Brunswick*, [2008] 1 R.C.S. 190, par. 47 :

47. La norme déferente du caractère raisonnable procède du principe à l'origine des deux normes antérieures de raisonnable : certaines questions soumises aux tribunaux administratifs n'appellent pas une seule solution précise, mais peuvent plutôt donner lieu à un certain nombre de conclusions raisonnables. Il est loisible au tribunal administratif d'opter pour l'une ou l'autre des différentes solutions rationnelles acceptables. La cour de révision se demande dès lors si la décision et sa justification possèdent les attributs de la raisonnable. Le caractère raisonnable tient principalement à la justification de la décision, à la transparence et à l'intelligibilité du processus décisionnel, ainsi qu'à l'appartenance de la décision

aux issues possibles acceptables pouvant se justifier au regard des faits et du droit. [nos soulignements]

5. Au titre de ces éléments évolutifs pertinents, Gaz Métro soumet qu'il sera important pour la Régie de considérer :
 - a) l'évolution récente, l'intégration continue et la forte volatilité du marché des capitaux;
 - b) l'évolution depuis 2009 de l'écart entre le taux de rendement sur l'avoir ordinaire de Gaz Métro et celui de la moyenne des distributeurs canadiens;
 - c) l'évolution depuis 2009 de l'écart entre le ratio d'avoir propre de Gaz Métro et celui de la moyenne des distributeurs canadiens;
 - d) l'évolution du risque global de Gaz Métro;
 - e) l'évolution des approches ou formules d'ajustement retenues par la Régie ou d'autres régulateurs canadiens;
6. Le devoir tarifaire de la Régie s'exerce au bénéfice des consommateurs et du distributeur de gaz naturel qui, à terme, seront tout aussi lésés par des tarifs injustes que par un taux de rendement déraisonnables, s'agissant dans les deux cas d'apports financiers liés pour :
 - a) assurer la qualité de la prestation du service;
 - b) attirer des capitaux suffisants à des conditions raisonnables pour la fourniture d'un service d'utilité publique adéquat;
 - c) préserver l'intégrité financière du distributeur, une matière où il importe de prévenir plutôt que de guérir;
 - d) assurer des prix compétitifs pour la fourniture du gaz naturel dans un environnement compétitif offrant des sources d'énergie alternatives à bons prix;
7. Au plan juridique, ces deux volets sont liés;
8. En effet, la Régie est tenue légalement de s'assurer que le taux de rendement qu'elle fixe est en tout temps raisonnable;
9. Cette contrainte légale est bien illustrée par le débat dont les régulateurs canadiens ont été saisis depuis 2009 concernant l'application de formules d'ajustement automatique des taux de rendement autorisés, un débat toujours exacerbé par des changements significatifs dans les conditions du marché des capitaux à l'échelle nord-américaine;
 - Argumentation, par. 245 à 275;
10. Les avantages connus du recours aux formules, aussi réels soient-ils, ne peuvent cependant relever un régulateur de son devoir de s'assurer que le résultat de l'application d'une formule d'ajustement est raisonnable;

11. La formule d'ajustement est un outil, comme d'autres méthodes d'évaluation à la disposition de la Régie, pour fixer un taux de rendement raisonnable, un outil dont l'importance relative par rapport à ces autres méthodes est tributaire de sa capacité de satisfaire aux trois critères d'évaluation retenus par la Régie et les régulateurs pour juger d'un taux de rendement raisonnable;
12. La Régie s'est clairement exprimée en ce sens à l'égard de méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable, un énoncé de principe applicable à l'utilisation d'une formule d'ajustement;

➤ Décision D-2009-156, par. 194 et 195 :

[194] Enfin, comme mentionné dans l'affaire Hope, « *c'est la résultante de l'exercice réglementaire qui doit rencontrer la norme de rendement raisonnable et non pas la méthode* ». 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 arriver à fixer un rendement raisonnable sur la base de tarification.

[195] Le fait que la méthode fondée sur une formule d'ajustement automatique ou toute autre approche suggérée par les experts des parties devant elle puisse ou pas être contestée n'a pas une importance déterminante. C'est le résultat qui compte, comme le mentionnait d'ailleurs la Cour suprême américaine dans Hope, « *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. [...] The fact that the method employed to reach that result may contain infirmities is not then important.* ». [...] [nos soulignements]

13. D'autres régulateurs canadiens ont jugé de façon identique, dont la Commission d'énergie de l'Ontario (**OEB**), référant à des décisions de principe canadiennes et américaines :

➤ Décision EB-2009-0084, p. 28-29 :

To be clear, the approach to be used by the Board in setting the essential elements of a formula-based rate of ROE (i.e., base ROE, formula terms and adjustment factors) will be based on "economic theory and empirically derived from objective, data-based analysis." As such, it is not sufficient for a formulaic approach for determining ROE to produce a numerical result that satisfies the FRS on average, over time. The Board is of the view that each time a formulaic approach is used to calculate an allowed ROE it must generate a result that meets the FRS, as determined by the Board using its experience and informed judgment.

This principle is supported by the Hope decision, which states: "Under the statutory standard of 'just and reasonable' it is the result reached not the method which is controlling..."²⁷ [nos soulignements]

14. L'effet réel de ces considérations juridiques est qu'un régulateur, tel la Régie :
- a) doit exercer son pouvoir discrétionnaire en considérant l'ensemble des faits et des circonstances pertinents au distributeur concerné, au moment de rendre la décision;
 - b) doit juger du caractère raisonnable du taux de rendement à chaque exercice tarifaire, soit annuellement selon les usages;
 - c) ne peut renoncer à son devoir, en suspendre l'application, le déléguer à des experts, ou lui substituer une mécanique générique pour un distributeur générique ou un automatisme par le biais d'une formule d'ajustement sans, à terme, quelle que soit la méthodologie utilisée, juger du caractère raisonnable du résultat;
15. En somme, un régulateur n'a pas le pouvoir de ne pas faire son devoir;
16. Il est maintenant opportun d'examiner plus en détail la nature et la portée des principes et des critères d'évaluation d'un taux de rendement raisonnable;

II- LA DÉTERMINATION D'UN TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE

A. Les critères et les principes d'évaluation

1. Les critères d'évaluation du taux de rendement raisonnable

17. À l'instar d'autres régulateurs, la Régie était fondée d'encadrer l'exercice de sa discrétion par des critères d'évaluation ancrés dans des décisions de principe des Cours suprêmes du Canada et des États-Unis;
18. En effet, des critères connus d'avance, bien définis et d'application générale à l'échelle nord-américaine assurent la transparence, la cohérence et la prévisibilité dans la détermination d'un taux de rendement raisonnable;
19. À ce sujet, la Régie confirmait sa position en ces termes :

- Décision D-2009-156, par. 189 :

[189] La Régie retient que les trois critères auxquels fait allusion le procureur de la demanderesse, soit les critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'attraction des capitaux, trouvent pleinement assise dans ces diverses décisions. Elle note de plus que ces critères ne sont aucunement contestés par l'ACIG agissant à titre de représentante des associations de consommateurs. Elle note, par ailleurs, que ces critères sont également reconnus et utilisés par les différents groupes d'expert témoignant devant elle. La Régie en conclut 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. [nos soulignements]

20. Si l'emploi du mot « guide » laisse évidemment place à l'appréciation des faits, la violation de l'un ou de plusieurs de ces critères doit faire conclure à l'existence d'un taux de rendement déraisonnable;
21. À ce sujet, l'OEB réitérait que ces trois critères définissent le périmètre à l'intérieur duquel la discrétion d'un régulateur doit s'exercer;
- Décision EB-2009-0084, p. 18 :

The Board is of the view that the FRS frames the discretion of a regulator, by setting out three requirements that must be satisfied by the cost of capital determinations of the tribunal. Meeting the standard is not optional; it is a legal requirement. As set out by Enbridge in their final comments, the Supreme Court of Canada has “described this requirement that approved rates must produce a fair return as an ‘absolute’ obligation.” Notwithstanding this mandatory obligation, the Board notes that the FRS is sufficiently broad that the regulator that applies it must still use informed judgment and apply its discretion in the determination of a rate regulated entity's cost of capital. [nos soulignements]
22. L'application de ces critères est admise par les parties à l'instance;
- Pièce B-0058 (GM-7, doc. 12), Rapport de Roger-André Morin, Avril 2011, (le **Rapport Morin**), p. 4;
 - Contre-interrogatoire de L.D. Booth (le **C-I Booth**), N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 47 (ligne 3) à la p. 49 (ligne 12);
23. Nous joignons en Annexe A à l'Argumentation, pour fins de référence, un énoncé des principaux extraits de décisions canadiennes et américaines concernant la norme de détermination du taux de rendement raisonnable;
- Argumentation, Annexe A;
24. Ces décisions rendues sur une période de près d'un siècle sont à l'origine des trois critères identifiés précédemment et en définissent le contenu;
25. La définition de ces critères ne soulève pas davantage de débat et les définitions suivantes trouvent pleinement appui dans la jurisprudence :
- a) Le critère de l'investissement comparable : Pour être raisonnable, un taux doit accorder à l'actionnaire un rendement comparable au rendement que rapporterait le capital investi dans une entreprise présentant un risque similaire;
 - b) Le critère de l'intégrité financière : Pour être raisonnable, un taux doit permettre au distributeur de préserver son intégrité financière; et
 - c) Le critère de l'attraction de capitaux : Pour être raisonnable, un taux doit permettre au distributeur de maintenir et d'assurer sa capacité d'attirer un capital suffisant à des conditions raisonnables pour assurer la fourniture d'un service d'utilité publique adéquat, y compris par des immobilisations nécessitant un apport important en capital;

- Pièce B-0057 (GM-7, doc. 11), Preuve de Gaz Métro (la **Preuve de Gaz Métro**), p. 3;
- Argumentation, Annexe A;
- Décision NEB-RH-2-2004, p. 17 :

Specifically, a fair or reasonable return on capital should:

- be comparable to the return available from the application of invested capital to other enterprises of like risk (the comparable investment standard);
 - enable the financial integrity of the regulated enterprise to be maintained (the financial integrity standard); and
 - permit incremental capital to be attracted to the enterprise on reasonable terms and conditions (the capital attraction standard).
- Voir également au même effet : Décisions BCUC G-158-09; NFLD P.U. 43(2009), p. 11; AUC-2009-216;

26. Il importe d'ajouter que ces trois critères doivent être rencontrés individuellement pour qu'un taux de rendement puisse être jugé raisonnable, chacun étant distinct et non subordonné à l'autre;

- Décision EB-2009-0084, p. 19 :

Third, all three standards or requirements (comparable investment, financial integrity and capital attraction) must be met and none ranks in priority to the others. The Board agrees with the comments made to the effect that the cost of capital must satisfy all three requirements which can be measured through specific tests and that focusing on meeting the financial integrity and capital attraction tests without giving adequate consideration to comparability test is not sufficient to meet the FRS. [nos soulignements]

27. À ce sujet, la Régie notera qu'au-delà de la théorie, le témoin expert Dr Laurence D. Booth (le **témoin Booth**) réduit ces trois critères à une seule norme, modulable dans le temps. Cette opinion, rejetée par les tribunaux canadiens, se reflète pourtant dans son calcul du taux de rendement;

- Décision AUC-2009-216, par. 102 :

[102] CAPP expressed a different view. It argued that the three requirements of the fair return standard are "from an economic perspective, simply three ways of looking at the same thing."⁷⁶ Dr. Booth expressed this view in an exchange with Commission Counsel:

There is one standard, there is just three ways of looking at it. In certain circumstances, for example, utility may not need to allow -- raise capital, and it's possible, in that situation, to give

a rate of return that means they don't maintain their financial integrity, since they've already raised all of their capital.

So each of these criteria are just parts of the same standard of being fair to the shareholders that have come up as a result of legal decisions in particular points in time. So if you give a fair rate of return then all these criteria are satisfied.

- Décision AUC-2009-216, par. 108 :

[108] After review and consideration of the legislation and the evidence, legal argument and case law referred to in this proceeding, the Commission reiterates its agreement that there are three criteria or factors to be employed in determining a fair rate of return. Each criterion or factor must be applied by the Commission when determining a fair return, but what constitutes a fair return (including capital structure) is a matter of judgment for the Commission, exercised after weighing all of the evidence and argument in the context of the facts observed in the marketplace. [nos soulignements]

28. Quant au critère de l'investissement comparable, il trouve application en comparant des entités réglementées qui n'ont pas à être en tout point identiques mais plutôt analogues ou similaires compte tenu de l'usage du terme « *like* » ou « *corresponding* » dans les décisions fondatrices des tribunaux canadiens et américains;

- Décision EB-2009-0084, p. 21 :

First, « *like* » does not mean « the same ». The comparable investment standard requires empirical analysis to determine the similarities and differences between rate-regulated entities. It does not require that those entities be « the same ».

2. Les principes d'évaluation

29. Outre ces trois critères, certains principes directeurs se dégagent de la jurisprudence identifiée précédemment et de la preuve administrée à l'audience. Ces principes ont également guidé les régulateurs dans l'exercice de leur compétence;

30. Nous pouvons retenir les principes directeurs suivants :

- a) Respecter le « principe fondamental de coût d'opportunité »;

- Décision D-2003-93, p. 71 :

Compte tenu du choix de retenir le principe fondamental de coût d'opportunité dans l'établissement du coût juste et raisonnable des capitaux propres du Distributeur, de la nécessité d'octroyer un tel coût sur [une] base présumée qui puisse permettre au Distributeur d'assurer et de maintenir sa capacité d'attirer les fonds à des conditions raisonnables, [...]. [nos soulignements]

- Rapport Morin, p. 16;

b) Reconnaître l'importance d'établir une structure de capital présumée et d'un taux de rendement raisonnable en fonction uniquement des caractéristiques et activités réglementées du distributeur (« *stand alone* »);

➤ Décision D-2003-93, p. 70 :

La Régie est d'avis que le taux de rendement accordé au Distributeur doit lui permettre d'assurer et de maintenir sa capacité d'attirer les fonds à des conditions raisonnables, comme s'il était une entreprise indépendante. Selon ce principe, le taux de rendement doit être équivalent à ceux qui sont offerts par les titres comparables en termes de risques.

➤ Rapport Morin, p. 10-11;

c) Reconnaître la pertinence et la prudence d'utiliser des données fiables sur la plus longue période, en accordant un certain poids aux données pour des périodes plus courtes afin de tenir compte de changements récents sur le marché des capitaux;

➤ Décision D-2003-93, p. 74 :

Par ailleurs, la Régie est d'avis que l'utilisation de la plus longue période disponible, à partir de laquelle des données fiables existent, doit être privilégiée comme référentiel afin d'incorporer le plus grand nombre de cycles économiques et de minimiser l'aspect subjectif du choix de sous-périodes comprises à l'intérieur de ce référentiel. Toutefois, afin de tenir compte des changements survenus sur les marchés des capitaux au Canada, il est pertinent et prudent pour la Régie d'accorder un certain poids aux données portant sur des périodes plus courtes dans son appréciation de la prime de risque du marché espérée. [nos soulignements]

d) Rappeler qu'aucune méthode n'est déterminante en soi, ni ne peut à elle seule représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques ou financiers;

➤ Décision D-2009-156, par. 290 :

[290] Cependant, il est aussi admis par tous les experts qu'aucun 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. En conséquence, la Régie juge nécessaire de prendre en considération les résultats produits par les autres modèles présentés par les experts. [nos soulignements]

Par contraste, le témoin Booth juge primordial le choix d'une méthode d'évaluation;

➤ Décision EB-2009-0084, p. 34-37 :

The Board's current formulaic approach for determining ROE is a modified Capital Asset Pricing Model methodology, and in his

written comments, Dr. Booth recommended that this practice be continued. Dr. Booth recommended that “the Board base its fair ROE on a risk based opportunity cost model, with overwhelming weight placed on a CAPM estimate”.

[...]

Participants argued from a number of different perspectives that a variety of methods should be used to develop the ERP:

[...]

The Board agrees that the use of multiple tests to directly and indirectly estimate the ERP is a superior approach to informing its judgment than reliance on a single methodology. In particular, the Board is concerned that CAPM, as applied by Dr. Booth, does not adequately capture the inverse relationship between the ERP and the long Canada bond yield. As such, the Board does not accept the recommendation that it place overwhelming weight on a CAPM estimate in the determination of the initial ERP. [nos soulignements]

- Décision NFLD P.U. 43(2009), p. 15 (lignes 14-18) :

Dr. Booth stated that he believed that the most important thing is to use the right estimation technique and not necessarily a variety of techniques as suggested by Ms. McShane. (Transcript, Oct. 21, 2009, pgs 148/19-29; 149/1-16). Dr. Booth stated that the capital asset pricing model is overwhelmingly the most important model used by a company in estimating the cost of equity capital. [nos soulignements]

- e) Rappeler la nécessité de tenir compte du résultat de plusieurs modèles économiques et empiriques aux fins de compléter l'appréciation du taux de rendement raisonnable;

- Décision D-96-31, p. 69 :

Bien que pour fixer le taux de rendement à accorder aux actionnaires d'une société réglementée, il est utile de s'appuyer sur les résultats d'un large éventail de tests ou de méthodes, étant donné qu'aucune méthode n'offre une formule infaillible pour déterminer le rendement recherché, le poids à accorder à chacune d'entre elles doit varier en fonction de leurs caractéristiques propres et leur pertinence face à l'objectif recherché.

- Décision D-2007-116, p. 30 :

Comme mentionné précédemment, la Régie prend en compte les résultats du modèle MÉAF ajusté utilisé en complément par le Dr Chrétien et du modèle multi facteurs utilisé par le Dr Booth, sur un plan informatif aux fins de valider son appréciation du taux de rendement.

- Décision D-2009-156, par. 290;

Par contraste, le témoin Booth révélera en contre-interrogatoire de grandes réticences à la prise en compte des résultats d'autres méthodes et admettra n'avoir jamais ajusté, à la hausse ou à la baisse, les résultats de son MÉAF classique;

- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 35 (ligne 10) à la p. 39 (ligne 11);
- f) Noter que toute méthode d'évaluation, comme la science économique, évolue et comporte des difficultés d'application et demeure sujette aux divergences d'opinions;
- Témoignage de Roger-André Morin en chef (le **Témoignage Morin en chef**), N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 57 (ligne 17) à la p. 58 (ligne 2); Pièce B-273, Présentation PowerPoint de Roger-André Morin (la **Présentation Morin**), p. 10;
- g) Donner effet à l'intégration du marché des capitaux par une pondération accrue des données et des études relatives à des entités réglementées américaines;
- Décision D-99-11, p. 45-46 :

De plus, la Régie pondère les cinq méthodes soumises par SCGM pour estimer la prime de risque du marché avec des facteurs de 80 % pour les études canadiennes et 20 % pour les études américaines. Cette pondération résulte en une prime de risque du marché de 6,44 %. [nos soulignements]
 - Décision D-99-150, p. 10 :

Dans le présent dossier et à la suite de l'analyse de la preuve, la Régie retient comme juste et raisonnable une pondération de 60/40 des études canadiennes et américaines aux fins de la détermination de la prime de risque du marché. La Régie révisé donc le taux de la prime de risque du marché de SCGaz Métro à 6,5 % pour l'année 1998-1999. [nos soulignements]
 - Décision D-2007-116, p. 25 :

Sur la base de la preuve au dossier, la Régie choisit de baser son estimation de la prime de risque de marché en utilisant les données canadiennes et américaines selon la même pondération qu'en 1999. Elle considère que l'ouverture des marchés offre aux investisseurs diverses options d'investissement qu'il est nécessaire de refléter dans l'établissement d'un taux de rendement raisonnable. [nos soulignements]
 - Décision D-2009-156, par. 249 :

[249] En ce qui a trait à la pondération des données canadiennes et américaines à utiliser dans l'estimation de la prime de risque du marché, la Régie, dans sa décision D-99-150112, établissait un poids de 60 % pour les données canadiennes et 40 % pour les données américaines. Sur la base

de la preuve au présent dossier, la Régie choisit de baser son estimation de la prime de risque du marché en utilisant des proportions égales des données canadiennes et américaines. Elle considère que l'ouverture des marchés offre aux investisseurs diverses options d'investissement qu'il est nécessaire de refléter dans l'établissement d'un taux de rendement raisonnable. Elle justifie également une plus grande prise en compte des données américaines par l'intégration de plus en plus poussée des deux économies. [nos soulignements]

➤ Décision D-2010-147, par. 181 :

[181] Comme plage supérieure de la prime de risque du marché basée sur des données historiques, je retiens, comme mes collègues, une valeur de 5,75 % basée sur les données historiques au Canada et aux États-Unis, bien qu'il soit également plausible de retenir une valeur de 6,0 % calculée uniquement à partir des données historiques américaines. Une telle valeur peut se justifier par le degré élevé d'intégration des économies canadienne et américaine et la très grande mobilité des capitaux. [nos soulignements]

➤ Décision BCUC G-158-09, p. 13, 15-16, citant la décision RH-1-2008 :

"In the Board's view, global financial markets have evolved significantly since 1994. Canada has witnessed increased flows of capital and implemented tax policy changes that facilitate these flows. As a result, the Board is of the view that Canadian firms are increasingly competing for capital on a global basis.

A fair return on capital should, among other things, be comparable to the return available from the application of the invested capital to other enterprises of like risk and permit incremental capital to be attracted to the regulated company on reasonable terms and conditions. TQM needs to compete for capital in the global market place. The Board has to ensure that TQM is allowed a return that enables TQM to do so. ... As a result, the Board is of the view that pipeline companies operating in the U.S. have the potential to act as a useful proxy for the investment opportunities available in the global market place." (TQM Decision, pp. 66-67)

[...]

As for the US data, the Commission Panel agrees with the NEB and AUC that utilities in Canada need to compete for capital in the global market place, and regulatory agencies in Canada have to ensure that utilities subject to their jurisdiction are allowed a return that enables them to do so.

In addition, the Commission Panel continues to be prepared to accept the use of historical and forecast data of US utilities when applied: as a check to Canadian data, as a substitute for Canadian data when Canadian data do not exist in significant quantity or quality, or as a supplement to Canadian data when Canadian data gives unreliable results. Given the paucity of relevant Canadian data, the Commission Panel considers that

natural gas distribution companies operating in the US have the potential to act as a useful proxy in determining TGI's capital structure, ROE, and credit metrics. [nos soulignements]

➤ Décision EB-2009-0084, p. 21-22 :

[...] there was a general presumption held by participants representing ratepayer groups in the consultation that Canadian and U.S. utilities are not comparators, due to differences in the "time value of money, the risk value of money and the tax value of money." In other words, because of these differences, Canadian and U.S. utilities cannot be comparators. The Board disagrees and is of the view that they are indeed comparable, and that only an analytical framework in which to apply judgment and a system of weighting are needed. The analyses of Concentric Energy Advisors and Kathy McShane of Foster Associates Inc. are particularly relevant in this regard, and substantially advance the issue of establishing comparability to meet the requirements of the FRS. Further, the Board notes that in the consultation session on October 6, 2009, Dr. Booth stated that it is "absolutely possible" to form a sample from a risky universe that is low risk and compare it to the universe or the population of Canadian utilities. All participants agreed. [nos soulignements]

Par contraste, le témoin Booth milite sans équivoque pour l'exclusion de l'expérience américaine, une approche également rejetée par les tribunaux;

➤ Rapport Booth, p. 81 (lignes 3-7) :

Dr. Morin's recommendations are almost entirely based on US utility holding companies and I regard them as biased high estimates for Canadian utilities for two reasons. First, the US financial markets exhibit more risk than the Canadian markets and have generated higher risk premia in the past. Second although the principles of regulation are the same between the US and Canada, as is widely recognised the implementation is different.

➤ Décision BCUC G-158-09, p. 14 :

[...] In his evidence, Dr. Booth states: "The message from these....disasters of US regulatory policy [i.e. the bankruptcy of Pacific Gas and Electric; the Enron and WorldCom frauds; the failure of US entities such as Lehman Brothers; and 'stock market disasters represented by pipelines like Duke Energy'] is that the US is not Canada, no matter what American witnesses before the Canadian regulatory tribunals seem to think. Regulation in the US has followed a different path to that in Canada, as is patently obvious to anyone who looks at its results. Drawing any insights from how investors perceive US utilities (or banks) given this different regulatory approach in my judgment is of very little value. I would strongly advise Canadian regulatory tribunals to ignore the advice of experts, who have US experience in mind when they from (sic) their judgments. Instead, they should focus on Canadian solutions that have

worked rather than US solutions that have resulted in disaster.”
(Exhibit C11-5, p. 103) [nos soulignements]

h) Rappeler que la capacité de payer des usagers n'est pas pertinente pour déterminer ce que constitue un rendement raisonnable sur la base de tarification;

➤ Décision D-2009-156, par. 193 :

[193] La Régie en conclut que la capacité de payer des usagers n'intervient pas dans sa décision sur le quantum de ce que constitue un rendement raisonnable pour l'actionnaire. Elle rappelle 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, selon elle, la protection des intérêts des consommateurs.

31. Une lecture comparative des principes directeurs établis par la Régie et des déclarations de l'expert de l'ACIG démontre que le témoin Booth n'agit pas dans le respect de l'ensemble de ces critères et principes d'évaluation ou en cherche une interprétation qui témoigne de sérieuses réticences de nature à en dénaturer l'application;
32. Comme nous le verrons plus en détail aux paragraphes 205 à 217, la méthodologie du témoin Booth révèle plutôt une approche statique, invariable dans le temps et résolument ancrée dans un passé qui mène au *statu quo*, à la minimisation ou à l'ignorance de changements affectant le marché des capitaux ou à leur intégration;
33. Or, une telle approche est devenue incompatible avec l'exercice raisonnable du pouvoir tarifaire de la Régie suivant les principes jurisprudentiels et les dispositions de la LRÉ;
34. Il convient maintenant d'identifier les différentes méthodes d'évaluation considérées par la Régie et d'autres régulateurs canadiens, de les appliquer et d'en interpréter les résultats pour ensuite déterminer un taux de rendement raisonnable;

B. Les méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable

35. La preuve des parties traite d'un certain nombre de méthodes d'évaluation connues de la Régie, en l'occurrence :
 - a) les méthodes de la classe « prime de risque » dont fait partie le modèle d'évaluation des actifs, dans sa formulation classique (**MÉAF**) et empirique (**MEÉAF**) ainsi que l'étude de primes de risque historiques ou accordées par des régulateurs; et
 - b) le modèle de l'actualisation des flux monétaires (**AFM**);

en sus de l'application de la formule d'ajustement automatique en vigueur présentement mais dont l'utilisation pour l'année tarifaire 2012 est remise en cause par Gaz Métro pour les motifs évoqués aux paragraphes 245 à 275;

36. Au fil des ans et de son appréciation des attributs et des lacunes de ces différentes méthodes et d'autres¹, la Régie a retenu le MÉAF comme « méthode de base »², comme « guide »³, à parfaire ou à compléter :
- a) en apportant à certains intrants du MÉAF (prime de risque du marché et taux sans risque) ou au résultat de son application des ajustements nécessaires pour :
 - i) tenir compte du risque global d'un distributeur par rapport au risque du distributeur repère;
 - Décision D-2007-116, p. 29-30;
 - Décision D-2009-156, par. 271-282;
 - Décision D-2010-147, par. 72-90;
 - ii) refléter des conditions des marchés non ou peu susceptibles d'être captées adéquatement par la méthode MÉAF, telles que les variations d'écart de rendement des obligations corporatives de sociétés réglementées de cote A par rapport au rendement des obligations gouvernementales de même durée (les **Variations d'écart de crédit courants**). Cet ajustement a d'abord été désigné sous le terme générique des « effets de la crise »;
 - Décision D-2009-156, par. 253 à 263;
 - Décision D-2010-147, par. 62 à 64;
 - iii) pallier les difficultés d'application du MÉAF lorsque l'exercice tarifaire intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative de leur taux moyen de longue période (les **Variations hors moyenne du taux sans risque courant**);
 - Décision D-2007-116, p. 27-28;
 - Décision D-2009-156, par. 291-292;
 - Décision D-2010-147, par. 100-101;
 - b) en considérant le résultat de méthodes d'évaluation additionnelles, notamment l'AFM, le MEÉAF ou des modèles multifacteurs pour compléter son appréciation d'un taux de rendement raisonnable;
 - Décision D-2009-156, par. 289 à 292;

¹ Approche du coût moyen pondéré du capital après impôt (CMPCAI) D-2009-156; modèle Fama-French D-2007-116;

² Décisions D-2003-93, p. 70-72; D-99-11, p. 45, D-2007-116, p. 32, D-2009-156, par. 238 et D-2010-147, par. 47;

³ *Ibid.*;

- Décision D-2010-147, par. 98 à 101;
37. Les tableaux synthèses du résultat des délibérations de la Régie reproduits à l'Annexe B montrent bien des ajustements apportés au résultat du MÉAF, après étude des conditions de marché, du risque global de Gaz Métro et du résultat d'autres modèles d'évaluation;
- Argumentation, Annexe B;
38. En agissant ainsi, la Régie est en phase avec d'autres régulateurs canadiens;
- Décision AUC-2009-216, p. 62;
 - Décision BCUC G-158-09, p. 44-45;
 - Décision EB-2009-0084, p. 36-37;
39. Ces ajustements au MÉAF requis par la Régie rappellent les propos de la British Columbia Utilities Commission (**BCUC**) qui qualifiait le résultat du MÉAF proposé par des experts, tel le témoin Booth, de « *bare-bones CAPM estimate* »;
- Décision BCUC G-158-09, p. 60;
40. En fait, l'analyse de l'ensemble des décisions récentes des régulateurs canadiens fait conclure que le « *bare-bones* » MÉAF proposé par le témoin Booth mène en toutes circonstances au calcul des taux de rendement les plus faibles, des taux qui n'ont pas été retenus par les régulateurs, y compris par la Régie;
- Argumentation, Annexe C;
41. Nous procédons dans la section suivante à l'application du MÉAF, avec les ajustements requis, pour ensuite discuter du résultat de l'application d'autres méthodes de référence et conclure quant au rendement raisonnable sur l'avoir propre de Gaz Métro, dans le respect des critères et des principes jurisprudentiels pertinents;

C. Le calcul d'un taux de rendement raisonnable

1. Le MÉAF, avant les ajustements requis

42. Suivant la théorie économique, le MÉAF, dans sa version de base ou « classique » capte le « *time value* » et le « *risk value* » d'un investissement sous forme d'une relation linéaire, soit :

$$K = R_f + \beta(R_m - R_f), \text{ où}$$

R_f = Taux sans risque

R_m = Rendement de marché

$(R_m - R_f)$ = Prime de risque du marché

β = Bêta = Covariance entre le distributeur repère
et le marché en général

- Rapport Morin, p. 22, lignes 6-15;
 - Pièce C-ACIG-0015, Rapport de Laurence D. Booth, Juillet 2011 (le **Rapport Booth**), p. 44;
43. L'utilisation du MÉAF nécessite l'évaluation de trois variables, soit R_f , β et $(R_m - R_f)$, sur la base de données fiables;

a) Le taux sans risque ou R_f

44. Il est d'usage bien établi de mesurer le taux sans risque par référence au rendement des obligations de plus long terme du gouvernement du Canada (30 ans) pour l'année témoin projetée, sur la base de données publiées par Consensus Forecasts;
- Rapport Morin, p. 23;
 - Décision D-2009-156, par. 244;
45. En pratique, ce taux est établi en additionnant au rendement des obligations du Canada de 10 ans l'écart de rendement historique entre les obligations de 10 ans et celles de 30 ans;
- Rapport Morin, p. 22-23;
46. Selon le témoin expert Dr Roger-André Morin (le **témoin Morin**), le taux sans risque s'établit à 4,4 %, soit 3,9 % + 0,5 %, soit l'écart entre le taux des obligations de 10 ans et de 30 ans du gouvernement du Canada;
- Rapport Morin, p. 25;
47. Selon le témoin Booth, ce taux sans risque s'établit à 4,5 %;
- Rapport Booth, p. 47-48;

b) La prime de risque du marché ou ($R_m - R_f$)

48. Le MÉAF requiert l'évaluation de la prime de risque du marché à partir de laquelle est fixée la prime de risque du distributeur repère;
49. Cette prime s'établit sur la base de moyennes historiques des rendements observés durant une période donnée pour un portefeuille de titres diversifiés sur les marchés canadiens et américains. Des études prévisionnelles apportent un éclairage additionnel;
- Rapport Morin, p. 34-35;
 - Rapport Booth, p. 54;
50. La Régie est bien sensible au fait que « *la moyenne calculée peut différer sensiblement selon l'année de départ et de fin et la série de données retenues* », d'où :
- a) la prépondérance donnée aux « moyennes de longue durée » comme référentiel afin d'incorporer le plus grand nombre de cycles économiques et de minimiser l'aspect subjectif du choix de sous-périodes comprises à l'intérieur de ces cycles;
- Décision D-2009-156, p. 62;
- b) la « *pertinence* » et la « *prudence* » de tenir compte des changements survenus sur les marchés des capitaux et « *d'accorder un certain poids aux données portant sur des périodes plus courtes dans son appréciation de la prime de risque du marché espérée* »;
- Décision D-2003-93, p. 74;
 - Décision D-2009-156, p. 62;
- c) le recours à une pondération des données et des études canadiennes et américaines aux fins de la détermination de la prime de risque du marché, considérant l'ouverture continue du marché des capitaux et l'intégration des économies canadiennes et américaines;
- Décision D-99-11, p. 45;
 - Décision D-99-150, p. 9-10;
 - Décision D-2003-93, p. 74;
 - Décision D-2007-116, p. 25;
 - Décision D-2009-156, par. 249;
- d) l'utilisation de moyennes arithmétiques des données pertinentes et le rejet de moyennes géométriques qui leurs sont inférieures et qui sont inappropriées;

51. Concernant la pondération des données canadiennes et américaines, la Régie aura noté du paragraphe 30g)⁴ l'importance relative croissante qu'a accordée la Régie aux données américaines, en phase avec l'ouverture et l'intégration continue du marché nord-américain des capitaux;
52. En principe, rien n'interdit une pondération supérieure accordée aux données américaines;
53. Outre la forte intégration des économies canadiennes et américaines évoquée par la Régie dans ses décisions, la preuve fait voir qu'une hausse du poids relatif des données américaines pourrait s'expliquer par la diversité, la liquidité et la dominance du marché américain des capitaux de même que par les limites de disponibilité et de fiabilité de données historiques concernant un échantillon très réduit de sociétés réglementées canadiennes;
 - Rapport Morin, p. 32-34;
54. La preuve présentée par le témoin Morin concernant l'évaluation d'une prime de risque du marché tient compte de l'ensemble de ces facteurs, pour les motifs précisés dans son rapport et à l'audience;
 - Rapport Morin, p. 32-34;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 69 (ligne 1) à la p. 72 (ligne 13);
55. La preuve du témoin Morin se fonde sur des moyennes arithmétiques canadiennes et américaines établies sur de longues périodes en provenance d'études et de sources multiples permettant d'établir une fourchette de valeurs, validée à partir d'études prévisionnelles;
56. Ainsi, l'approche du témoin Morin se conforme et donne effet aux décisions de la Régie;
57. Les primes de risque du marché obtenues de ces diverses sources sont précisées au tableau reproduit ci-dessous, pour une fourchette de 5,7 % à 7,2 % :

⁴ Cette pondération, fixée à l'origine à un ratio de 80 % canadien – 20 % américain, a été haussée une première fois à hauteur de 60 % canadien – 40 % américain puis de nouveau pour atteindre un ratio de 50 % canadien – 50 % américain lors du dernier exercice tarifaire complet concernant Gaz Métro en 2009;

➤ Rapport Morin, p. 30-32 :

PRIME DE RISQUE DE MARCHÉ : CONSIDÉRATIONS		
ÉTUDE	RÉSULTATS	
Hatch-White (Can.)	6,9 %	Historique
Cdn.Inst.Actuaries (Can.)	5,9 %	Historique
IbbotsonAssociates (U.S.)	6,7 %	Historique
Dimsonet.al. (U.S.)	6,5 %	Historique
Dimsonet.al. (Can.)	5,7 %	Historique
Harriset.al. (U.S.)	7,2 %	Prévisionnelle
ValueLineU.S. (U.S.)	6,8 %	Prévisionnelle
AcademicLiterature	5 %-8 %	Historique et Prévisionnelle

58. À l'audience comme dans son rapport, le témoin Morin a précisé les motifs de son choix d'une prime de risque du marché de 6,7 %, à savoir :

- a) la forte volatilité, l'incertitude et l'importante aversion au risque des investisseurs à l'heure actuelle;
- b) la réduction, voire l'inversion, de l'écart entre les taux de rendement des obligations gouvernementales américaines et canadiennes;
- c) la composition et le poids relatif plus élevés dans le TSX des secteurs financiers et des ressources naturelles;
- d) l'élimination des limites et la hausse de détention du contenu étranger;
- e) l'effet de taille (ou « *small size effect* ») sur le risque des sociétés canadiennes, où un β systématique est plus élevé au Canada;

➤ Rapport Morin, p. 18;

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 67 (ligne 17) à la p. 71 (ligne 2);

- f) la pertinence et le poids relatif des données et des échantillons canadiens et américains;

59. Quant au niveau de volatilité, l'index Vix présenté à l'audience fait voir des niveaux de volatilité qui se sont approchés de ceux prévalant durant la crise financière de 2009, ainsi que l'impact de la crise européenne et de la décote de la dette américaine par S&P;

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 67 (ligne 22) à la p. 68 (ligne 10);

60. De plus, le témoin Morin a longuement expliqué que les données qu'il a utilisées et la méthodologie qu'il a suivie pour l'établissement de la prime de risque du marché permettent de capter et de refléter les attentes raisonnables d'un investisseur pour un rendement supérieur lorsque des conditions de marché récentes ou contemporaines le justifient, y compris en période de crise financière et d'incertitude économique;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 119 (ligne 13) à la p. 124 (ligne 4);
61. Ainsi, les ajustements à la prime de risque du marché reconnus par la Régie en raison des Variations d'écart de crédit courants sont pris en compte et intégrés dans l'établissement de la prime de risque par le témoin Morin;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 85 (ligne 13) à la p. 92 (ligne 1);
62. Par conséquent, aucun ajustement additionnel ou postérieur au calcul de la prime de risque n'est requis suivant la méthodologie suivie et les données considérées par le témoin Morin;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 91 (ligne 9) à la p. 92 (ligne 1);
63. On se rappellera que lors de l'exercice tarifaire tenu en 2009, la Régie a jugé raisonnable de hausser la prime de risque du marché de 50 à 100 points de base pour tenir compte des effets de la crise, soit des Variations d'écart de crédit courants de l'ordre de 152 points de base observées à l'époque;
- Argumentation, par. 170;
64. Ce faisant, elle retenait réellement une prime de risque du marché de l'ordre de 6,0 % à 6,75 %, mais procédait par voie d'un ajustement séparé, donc après multiplication de cet ajustement de 50 à 100 points par les bornes inférieure et supérieure de la fourchette des bêtas, soit (β_{\min}) 0,5 x 50 points = 25 points et (β_{\max}) 0,55 x 100 points = 55 points;
- Décision D-2009-156, par. 257-258, 261-263 :
- [257] [...] La crise soulève un nouvel enjeu, dans la mesure où les écarts entre le rendement des obligations des sociétés réglementées ou de celles cotées « A » et le rendement des obligations gouvernementales ont atteint des niveaux beaucoup plus élevés que par le passé, du moins pour une brève période au plus fort de la crise.
- [258] Tous les experts s'entendent pour dire que, de façon générale, le rendement sur l'avoir propre devrait être plus élevé que le rendement sur les titres obligataires, en raison du risque plus élevé que les actionnaires assument par rapport aux détenteurs d'obligation. Toutefois, l'écart de rendement entre ces deux options d'investissement devrait-il être maintenu en tout temps? Tout élargissement de cet écart devrait-il se traduire par l'octroi d'un taux de rendement plus élevé? Aucun expert n'a soutenu en preuve une approche aussi drastique qui équivaldrait à remplacer le modèle actuel par un autre qui serait

basé sur les écarts de rendement du marché par rapport aux obligations cotées « A ».

[...]

[261] Pour ce qui est de l'accès au marché des capitaux propres, il est sans conteste que cet accès a pu être perturbé au cours de la crise. Encore ici, une question de fond se pose, à savoir si le distributeur devrait avoir accès à ce marché en toutes circonstances. Questionné à ce sujet, l'expert Engen reconnaît que l'accès au marché au plus fort de la crise était à toutes fins pratiques fermé, et ce, pour toutes les entreprises. Il ajoute cependant que, pour rencontrer le critère d'un fair return, le taux octroyé au distributeur doit être suffisant pour lui permettre d'accéder au marché de façon régulière et à des termes favorables, tout au long des différents cycles économiques et financiers.

[262] Compte tenu de la preuve au dossier, notamment quant à l'ampleur de la crise financière, au degré d'incertitude qui prévaut toujours sur les marchés et à l'objectif de maintenir un accès au marché à des conditions raisonnables, la Régie juge qu'il y a lieu d'octroyer, dans les circonstances du présent dossier, un ajustement pour tenir compte des effets de la crise.

[263] Par conséquent, la Régie établit, pour tenir compte de l'effet de la crise financière, une majoration de la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 0,50 % à 1,00 %. Cet ajustement sera pris en compte dans l'établissement du taux de rendement de Gaz Métro pour les années tarifaires 2010 et 2011. [nos soulignements]

65. En novembre 2010, dans le cadre du dossier R-3724-2010 (Gazifère). la Régie confirmait cette approche et la nécessité d'un ajustement lié aux Variations d'écarts de crédit courants observées à l'époque et haussait les bornes inférieure et supérieure de la fourchette de prime de risque du marché de 50 à 100 points de base, mais procédait par un ajustement séparé de la prime de risque, de 25 à 55 points de base après multiplication par les bornes inférieure et supérieure de la fourchette des bêtas (0,50 à 0,55);
- Argumentation, Annexe B, Tableau synthèse 2;
66. De son côté, le régisseur Carrier, dans une opinion minoritaire se disait en accord avec le bien-fondé d'un tel ajustement qu'il évaluait de 30 à 60 points de base;
- Argumentation, Annexe B, Tableau synthèse 3;
67. À l'audience, à des fins d'équivalence et pour réconcilier son approche, le témoin Morin a précisé qu'un ajustement de l'ordre de 50 à 70 points de base serait requis, en hausse sur le taux de rendement produit selon ce MÉAF « classique »;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 87 (ligne 10) à la p. 87 (ligne 22); Présentation Morin, p. 29;

68. Il est aussi d'intérêt de noter qu'une pondération égale (50 %-50 %) des données canadiennes retenues par le témoin Booth et des données américaines retenues par le témoin Morin mène au calcul d'une prime de risque du marché de 6,5 %;
- Argumentation, Tableau, par. 57;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 72 (lignes 7-13);
69. Qu'en est-il de la preuve de l'ACIG;
70. Le témoin Booth a admis en 2010 le bien-fondé d'un ajustement au résultat du MÉAF, un ajustement qu'il qualifie simultanément de « *A Spread* » (lorsqu'il s'agit de soutenir sa formule d'ajustement automatique) et de « bonus » « arbitraire » de crise lorsqu'il s'agit de dénoncer de récentes décisions de régulateurs canadiens qui en ont tenu compte pour l'établissement d'un taux de rendement raisonnable;
- Rapport Booth, p. 6 (lignes 3-8); p. 78 (ligne 12) à la p. 80 (ligne 8);
71. Selon le témoin Booth, la prime de risque du marché oscille entre 5,0 % et 6,0 %;
- Réponse du témoin Booth à la demande de renseignements no. 1 de Gaz Métro à l'ACIG, août 2011 (**DDR de Gaz Métro à l'ACIG**), demande 18b), p. 20 de 46 :

Yes. The historic objective evidence is clear that the US market risk premium has been 1.0% higher than in Canada. Going forward Dr. Booth judges this difference to be declining and partly for this reason Dr. Booth has moved to increase his market risk premium evidence from the 5% based solely on Canadian evidence to a range of 5.0-6.0% partly based on this US evidence. [nos soulignements]
 - Rapport Booth, p. 54, lignes 19-22 :

In D-2009-156, paragraph 249 the Regie decided to weight the Canadian and US evidence on the market risk premium equally. Based on the historic record of 5.0% for Canada and 6.0% for the US over similar time periods this would be 5.50%. This estimate is consistent with my current range and my recommendation last year for Gazifere's fair rate of return. [nos soulignements]
72. Cette recommandation aurait pour fondement l'hypothèse d'un écart historique et toujours actuel de 1,0 % entre la prime de risque du marché canadien et celle du marché américain, toujours jugé plus risqué par le témoin Booth;
- Rapport Booth, p. 54;
73. Ainsi, la borne inférieure de sa fourchette (5,0 %) serait canadienne alors que la borne supérieure (6,0 %) serait américaine;
- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 101 (ligne 2) à la p. 101 (ligne 4);

74. À l'audience, l'expert a refusé de préciser la valeur exacte de sa recommandation, donc de confirmer sa pondération exacte des données canadiennes et américaines;
- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 98 (ligne 17) à la p. 101 (ligne 22);
75. Or, à la lecture de son rapport, et de ses textes de conférence ou à l'écoute de son témoignage, on comprend que ce différentiel de 1,0 % s'appuie largement sur l'interprétation que fait le témoin Booth des résultats de deux sondages réalisés en 2008 et 2010 par le professeur Pablo Fernandez auprès d'intervenants de marché, en l'occurrence des professeurs, des analystes et des cadres d'entreprises;
- Rapport Booth, p. 51-54;
 - C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 149 (ligne 9) à la p. 155 (ligne 2);
 - Pièce C-ACIG-0028 (GMI IR3a), Annexe 3a à la DDR de Gaz Métro à l'ACIG;
76. Présument même que ces sondages soient valables et représentatifs au plan statistique pour les marchés considérés, une hypothèse dont la vérification n'a pas été faite ni même tentée par le témoin Booth, le contre-interrogatoire aura démontré une approche déficiente, minant la crédibilité de l'expert et la qualité de sa preuve;
77. En effet, il est apparu :
- a) que le témoin Booth ignorait les résultats d'autres sondages plus récents (2010 et 2011) dont la teneur est contraire à ses prétentions;
 - b) sujet aux mêmes réserves d'ordre statistique évoquées précédemment, que les résultats de ces autres sondages démontrent l'absence de différentiel entre les primes de risque des marchés canadiens et américains et permettent davantage de supporter l'existence d'une prime de risque du marché équivalente de 5,9 % à 6,2 %;
- Pièce B-284, Sondage Fernandez (2010);
 - Pièce B-285, Sondage Fernandez (2011);
 - C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 162 (ligne 10) à la p. 177 (ligne 17);
78. De plus, l'utilisation proposée par le témoin Booth d'une prime de risque supérieure à 5,0, présumément de 5,5 %, se fonderait sur l'existence d'un taux de rendement obligataire au Canada historiquement supérieur à celui observé aux États-Unis;
- Rapport Booth, p. 49, lignes 5-7 :
- Of importance is that the Canadian risk premium has consistently been lower than that in the US. However, this has been due in large part to the higher bond returns in Canada (0.66%) than the US, rather than lower equity returns. [...]

79. Encore là, la preuve de l'ACIG appuyée par des données obtenues de la société RBC, est contredite par des données récentes du Consensus Forecast démontrant l'existence à l'heure actuelle de taux obligataires canadiens comparables aux taux américains, pour les raisons d'ailleurs explicitées par le témoin Morin;
- Présentation Booth, p. 19;
 - Pièce B-289, Consensus Forecasts, June 13, 2011
80. Enfin, on notera que le témoin Booth aura de nouveau eu recours à des moyennes géométriques (donc inférieures aux moyennes arithmétiques) de séries de données pour établir sa prime de risque du marché, une pratique trois fois rejetée par la Régie pour autant de comparutions de l'expert de l'ACIG;
- Décision D-2007-116, p. 28;
 - Décision D-2009-156, par. 250;
 - Décision D-2010-147, par. 60;
81. En somme, qu'il s'agisse de la première ou de la seconde hypothèse avancée par l'expert, la preuve de l'ACIG concernant la prime de risque de marché ne devrait pas être retenue par la Régie;
82. Par contre, la Régie pourra considérer les résultats suivants :

Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2009, incorporant les Variations d'écart de crédit courants	[6,0 % – 6,75 %]
Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2010 incorporant les Variations d'écart de crédit courants	[6,0 % – 6,75 %]
Prime de risque du témoin Morin, incorporant déjà l'ajustement pour les Variations d'écart de crédit courants	6,7 % [5,7 – 7,2]
Prime de risque pondérée 50-50% sur la base de données canadiennes et américaines	6,5 %
Prime de risque moyenne au Canada suivant les sondages 2010 et 2011 les plus récents de Pablo Fernandez	[5,9 % – 6,2 %]

c) Le risque relatif du distributeur repère

83. Le risque d'un distributeur repère est mesuré par le bêta, une mesure du différentiel de risque ou de la covariance entre le distributeur repère et le marché en général ($\beta = 1$);
- Rapport Morin, p. 26;
84. Ce différentiel n'est pas directement observable sur les marchés et sa mesure pose de réelles difficultés, aggravées au Canada par la disponibilité et la fiabilité limitées de données historiques propres à un échantillonnage réduit de sociétés réglementées;
- Rapport Morin, p. 26;

85. À ce sujet, la Régie s'est exprimée ainsi :

➤ Décision D-2009-156, par. 265 :

[265] L'établissement du bêta constitue l'une des difficultés les plus importantes dans l'application du MÉAF. Ces difficultés ont trait tant à l'établissement d'un échantillon de référence représentatif du risque des sociétés réglementées qu'à l'obtention de séries de données valables pour procéder à une estimation robuste. [nos soulignements]

86. C'est pourquoi la Régie, à l'instar d'autres régulateurs, a d'abord cherché des valeurs étayées de données historiques, d'observations empiriques et de portefeuilles de référence, pour ensuite établir une fourchette de valeurs bêtas pour le distributeur repère;

87. Pour les raisons précisées dans son rapport et à l'audience, le témoin Morin a eu recours aux bêtas publiés par de grandes sociétés spécialisées, en l'occurrence Value Line, Bloomberg, Morning Star et Standard & Poor's, soit des données largement accessibles à l'ensemble des intervenants du marché et sur la base desquelles des décisions d'investissement sont prises;

➤ Rapport Morin, p. 27;

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 73 (ligne 20) à la p. 77 (ligne 1);

88. Ces sources et valeurs de bêtas pour des portefeuilles de référence de sociétés canadiennes et américaines réglementées sont reproduites au tableau ci-dessous :

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 75 (ligne 4) à la p. 76 (ligne 13); Présentation Morin, p. 22 :

RAM-2, p. 1	Canadian energy utilities Value Line	0,68
RAM-2, p. 1	Canadian energy utilities Bloomberg	0,69
RAM-2, p. 2	US Natural gas distribution utilities	0,67
RAM-2, p. 3	US Combination Gas & Elec utilities	0,72
RAM-2, p. 4	S&P Utility Index Utilities	0,74
Rapport, p. 29	Regulatory betas U S	>0,70

89. Au terme de son analyse, le témoin Morin propose de retenir une valeur bêta de 0,70 correspondant à la moyenne des bêtas étudiés, pour les raisons évoquées dans son rapport et lors de son témoignage à l'audience;

➤ Rapport Morin, p. 27-32;

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 75 (ligne 4) à la p. 76 (ligne 17);

90. La Régie notera que les bêtas établis par le témoin Morin à partir de données canadiennes ($\beta = 0.685$) sont presque identiques aux bêtas établis sur la base de données américaines ($\beta = 0.695$);

➤ Argumentation, par. 88;

91. La Régie notera, dans de récentes décisions de régulateurs canadiens, que les valeurs de bêtas retenues divergent significativement de celles proposées par le témoin Booth :

Décisions	Bêta
BCUC G-158-09, p. 60	0,60 à 0,66
NFLD P.U. 43(2009), par. 254	0,60
AUC-2009-216, p. 20	0,50 à 0,63

92. Concernant la preuve de l'ACIG, Gaz Métro soumet ce qui suit :

93. Le contre-interrogatoire du témoin Booth aura révélé l'existence d'une mécanique d'évaluation d'un bêta qui est à la fois invariable dans le temps, hypothétique à sa base, circulaire dans ses résultats et incompatible avec les observations de marchés;

94. Pour s'en convaincre, il suffit de suivre les étapes de cette mécanique;

95. D'entrée de jeu, le témoin Booth affirme que les valeurs « normales » de bêtas pour un distributeur réglementé canadien sont de l'ordre de 0,50 à 0,55;

➤ Rapport Booth, p. 56, lignes 2-3 :

[...] In a normal market I would expect the utility beta to revert to the "normal" level of 0.50-0.55 prior to experiencing these two major stock market crashes in the last ten years. [nos soulignements]

96. Il pose ensuite l'hypothèse qu'un marché de nouveau normal permettra d'observer des valeurs de bêtas convergeant vers des valeurs de 0,50 à 0,55;

➤ DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demande 23e), p. 26 de 46 :

These are historic beta estimates and reflect the financial circumstances of the last five years. Unless you believe that the US banking system will come close to collapse again and threaten the stability of the world financial system they may not reflect the correct future beta estimates. This is discussed on page 52 of Dr. Booth's testimony and in more detail in his 2009 testimony.

➤ C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 221 (ligne 2) à la p. 221 (ligne 19);

97. Pour l'heure, les « *stock market betas* » calculés par le témoin Booth sont loin de ces normes, tel que confirmé par l'expert en réponse à des demandes de renseignements qui lui ont été adressées;
- DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demandes 23b) et d), p. 26 de 46 :
 - b) Please confirm that according to the graph on page 56, the current beta for Canadian utilities is in the approximate range of 0.30 – 0.35.

A. Yes.
 - d) Please confirm that according to the graph on page 60, the current beta for US gas utilities is approximately 0.35.

A. Yes.
98. Plus encore, à l'audition, le témoin Booth confirmera que les valeurs de bêtas pour les sociétés Emera et Fortis sont présentement de l'ordre de 0,22 et 0,16 respectivement;
- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 267 (ligne 10) à la p. 267 (ligne 14);
99. Ces très faibles valeurs établies par le témoin Booth ne sont pas sans rappeler les propos récents de la BCUC lorsque confrontées à l'approche du témoin Booth pour le calcul de bêtas servant à son MÉAF;
- Décision BCUC G-158-09, p. 45 :
 - The Commission Panel notes that CAPM is based on a theory that can neither be proved nor disproved, relies on a market risk premium which looks back over nine decades and depends on a relative risk factor or beta. The fact that the calculated beta for PNG (considered by Dr. Booth to be the most risky utility in Canada) was 0.26 in 2008 causes the Commission Panel to consider that betas conventionally calculated with reference to the S&P/TSX are distorted and require adjustment.
 - The Commission Panel will give weight to the CAPM approach, but considers that the relative risk factor should be adjusted in a manner consistent with the practice generally followed by analysts so that it yields a result that accords with common sense and is not patently absurd. [nos soulignements]
100. En somme, les bêtas « bruts » ou « maison » et non disponibles ou publiés sur une base commerciale produits par le témoin Booth, s'ils devaient être utilisés, mèneraient au calcul d'un taux de rendement manifestement déraisonnable suivant le MÉAF, soit de l'ordre de 6,75 à 7,5 % sur la base de sa preuve en l'instance (bêta de 0,30 à 0,35);
- Rapport Booth, p. 2;
 - C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 216 (ligne 11) à la p. 219 (ligne 23);

101. Ainsi contraint par des résultats déraisonnablement bas ou « *patently absurd* », le témoin Booth n'aura d'autre alternative **que d'ajuster à la hausse ses propres bêtas**, rendus inutilisables par les taux de rendement qu'ils produisent, et **de leur substituer une valeur « normalisée », future et hypothétique de 0,50**;
102. On aura compris que l'usage d'un tel bêta **ajusté** à hauteur de 0,50 est un dénominateur commun dominant dans toutes les prestations du témoin Booth, puisqu'il s'agit de la détermination du risque relatif du distributeur repère;
- Argumentation, Annexe C;
103. Cette valeur de 0,50 correspond au seuil inférieur de la fourchette normale du témoin Booth;
104. En somme, le témoin Booth dénonce l'usage d'ajustements tirés d'observations empiriques et de modèles mathématiques largement reconnus et utilisés par de grandes institutions spécialisées telles Value Line, Morning Star et Bloomberg pour leur préférer ses propres ajustements fondés sur l'hypothèse personnelle non vérifiée ni vérifiable d'une valeur normale de 0,50 qu'un avenir indéterminé pourra ou non confirmer;
105. Il est vrai que la Régie a déjà jugé qu'il était improbable de voir des bêtas de distributeurs gaziers évoluer vers la moyenne du marché ($\beta = 1,0$), considérant le risque relatif d'entités réglementées dans l'environnement réglementaire canadien;
- Décision D-2010-147, par. 185-186 :
- [185] En ce qui a trait à l'utilisation de bêtas ajustés, je retiens la conclusion exprimée par la Régie dans ses décisions antérieures à l'effet que l'explication couramment utilisée dans les milieux de la recherche financière pour justifier un ajustement des bêtas bruts, soit la tendance observée sur le plan empirique pour les bêtas en général d'évoluer à terme vers la moyenne du marché qui est de un (1), ne peut être valablement retenue dans le cas d'une entreprise réglementée. En présence de droits exclusifs de distribution, il apparaît difficile de concevoir comment le risque propre à cette activité pourrait se modifier substantiellement à la hausse et évoluer vers le risque du marché au fil des ans.
- [186] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique liée à la qualité des bêtas bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements réalisés dans le cadre de l'application du MÉAF. Il s'agit d'une question qui continue de susciter des débats entre experts. [nos soulignements]
106. La Régie rappelait cependant que ce faisant, elle ne se trouvait pas à résoudre de façon entière la problématique liée à la qualité de bêtas bruts produits suivant des approches comme celle du témoin Booth et leur capacité à prédire correctement les rendements réalisés dans le cadre de l'application du MÉAF;
107. C'est cette problématique qui a mené la BCUC à reconnaître récemment la pertinence d'utiliser des bêtas publiés par de grandes maisons d'analystes et à rejeter l'utilisation de bêtas bruts et l'approche du témoin Booth en raison de résultats contraires au sens commun et manifestement absurdes (« *patently absurd* »);

- Argumentation, par. 107;
108. De plus, si la Régie a jugé peu probable une convergence des bêtas de distributeurs réglementés vers la valeur de 1,0, elle n'a jamais endossé l'hypothèse du témoin Booth voulant que la valeur normale ou le « *Own Grand Mean* » soit de 0,50 à 0,55;
109. En effet, le témoin Booth admettra n'avoir aucune étude, ni doctrine ou décision, pour appuyer son hypothèse personnelle d'un bêta « normalisé » à hauteur de 0,50 ou 0,55, si ce n'est de référer à l'étude de Gombola et Kahl;
- DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demande 16c), p. 18 de 46;
110. Or, une lecture de cette publication révèle plutôt que le « *Own Grand Mean* », soit la valeur normalisée du témoin Booth, est de 0,70 et non de 0,50 pour la société réglementée sous étude;
- Pièce C-ACIG-0059 (GMI IR 16), Annexe IR 16 à la DDR de Gaz Métro à l'ACIG – Gombola et Kahl, « *Time-Series Processes of Utility Betas: Implications for Forecasting Systematic Risk* », p. 91-90 :

For example, since Blume [2] finds an underlying mean beta of 1.0 for a large sample of stocks, many Bayesian models will adjust the OLS beta estimate toward 1.0. The results of this study, however, indicate that 1.0 is too high an underlying mean for most utilities. Instead, they should be adjusted toward a value that is less than one. For Consolidated Edison, an underlying mean of 0.7 would be more appropriate. [nos soulèvements]
111. De plus, et contrairement à la lecture qu'en a faite le témoin Booth, la valeur de 1,0 ne serait pas inapplicable à la totalité (« *most* ») des sociétés;
112. Il est aussi vrai que la Régie a retenu dans ses décisions récentes des valeurs de bêtas de l'ordre de 0,50 à 0,55 pour le calcul de la prime de risque du distributeur repère;
113. Simultanément, cependant, la Régie s'est assurée d'apporter aux résultats du MÉAF des ajustements nécessaires pour tenir compte des Variations d'écarts de crédit courants, des taux sans risque par rapport à leurs moyennes historiques et des risques relatifs de Gaz Métro;
114. D'ailleurs, il est utile de rappeler que la Régie a déjà jugé raisonnable l'utilisation de bêtas ajustés par les grandes maisons spécialisées pour tenir compte des observations empiriques dont l'existence n'est pas contredite, seule leur mesure exacte;
- Décision D-96-31, p. 70-71 :

Lorsqu'on analyse la preuve contradictoire des experts de l'ACIG et celui de SCGM, on constate que l'écart réside principalement dans les ajustements des bêta bruts faits par le Dr Morin.

La Régie, avec respect pour les experts de l'ACIG et les auteurs qu'ils ont cités, estime approprié de retenir la méthode utilisée par le Dr Morin qui fait valoir que cette méthode, utilisée par les grandes maisons de placement et soutenue par une littérature

scientifique, démontre que les bêta ajustés, lorsqu'utilisés, ont un meilleur degré de précision.

Par ailleurs, bien que les experts de l'ACIG recommandent de ne pas utiliser la méthode du bêta ajusté pour les utilités canadiennes, ils reconnaissent, dans la réponse fournie à la question n° 13 de la Régie, que les bêta ajustés avaient certaines bases théoriques.

De plus, les données soumises par les experts de l'ACIG à la page 35 de leur preuve écrite semblent démontrer que pour les distributeurs de gaz, le bêta est en croissance constante depuis 1990 passant de 0,418 à 0,563 pour 1994.

Ces mêmes experts ont également conclu que des études sur des périodes plus longues et sur des univers de référence plus larges les menaient à attribuer une valeur de 0,50 à 0,60 au coefficient bêta, démontrant par le fait même une tendance à la hausse des bêta par rapport à leur niveau historique. [nos soulignements]

115. Enfin, la Régie pourra tirer d'importantes inférences du fait que le bêta de 0,50 présenté par le témoin Booth est invariable, quelle que soit la décennie ou les conditions de marchés, que celui-ci le qualifie de « *Quick and Dirty* », de générique ou qu'il le présente au terme d'une expertise qui se veut détaillée dans une cause tarifaire spécifique;
116. Bref, le bêta présenté par le témoin Booth n'est plus le fruit d'une expertise mais d'une simple hypothèse personnelle ou d'une idéologie;
117. Enfin, considérant : (1) l'existence d'une problématique non résolue quant à l'utilisation de bêtas bruts; (2) des opinions divergentes dans les décisions de la Régie quant à l'usage des bêtas publiés par de grandes maisons et (3) la jurisprudence canadienne, la Régie est fondée de conclure que le débat n'est pas clos et, qu'en l'instance, elle peut exercer sa discrétion et convenir d'une approche adaptée aux circonstances;
118. Tous les bêtas sont ajustés;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 74 (ligne 4) à la p. 74 (ligne 20);
119. Entre : (1) l'ajustement personnel d'un expert dénué d'appui dans la littérature publiée et (2) la pratique répandue de grandes maisons spécialisées sur la base de laquelle les investisseurs établissent leur coût d'opportunité et fondent leurs décisions d'investissement, Gaz Métro invite la Régie à considérer la seconde approche comme elle l'a fait en 1996 et comme l'a fait récemment la BCUC dans un marché et à une époque où les valeurs calculées ou « *stock market betas* » du témoin Booth mènent à des résultats manifestement déraisonnables;

d) Les frais d'émission

120. Personne ne conteste l'inclusion de frais d'émission et d'accès au marché des capitaux lors du calcul du taux de rendement raisonnable;

121. La mesure de ce coût n'a fait l'objet d'aucun débat à l'audition et la preuve soutient un ajustement de l'ordre de 30 à 50 points de base, sur la foi des coûts encourus depuis 1993, de la littérature spécialisée et de l'expérience des experts entendus;
- Rapport Morin, p. 62;
 - Rapport Booth, p. 48;
122. La Régie a accordé un ajustement équivalent au seuil minimum de 30 points et ce jusqu'en 2009, où elle a haussé la borne supérieure de la fourchette à 40 points;
- Décision D-99-11, p. 46;
 - Décision D-2007-116, p. 28;
 - Décision D-2008-140, p. 35;
 - Décision D-2009-156, par. 288;
123. Un ajustement de 30 points de base est conservateur et inférieur à l'ajustement retenu par la majorité des régulateurs canadiens;
- Argumentation, Annexe C;
124. Le témoin Morin juge raisonnable une fourchette de 30 à 40 points de base;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 78 (ligne 15) à la p. 78 (ligne 25);
125. Le témoin Booth estime ces frais à 50 points de base;
- Rapport Booth, p. 2;
126. En pareil cas, Gaz Métro soumet qu'un ajustement de 40 points serait conforme à la preuve;

2. Le MÉAF avec les ajustements requis

127. Tel qu'énoncé au paragraphe 36, l'application du MÉAF, comme modèle de base, requiert des ajustements pour pallier les difficultés d'application ou limitations connues de ce modèle et assurer un taux de rendement raisonnable dans les conditions de marché prévalant au moment de l'exercice tarifaire;
128. Ces ajustements de la Régie sont au nombre de quatre, à savoir :
- a) un ajustement pour le risque relatif de Gaz Métro;
 - b) un ajustement pour tenir compte des Variations d'écart de crédit courants;
 - c) un ajustement pour tenir compte des Variations hors moyenne du taux sans risque courant; et

- d) au-delà de ces trois premiers ajustements, la Régie considère le résultat d'autres méthodes pour compléter son appréciation du taux de rendement raisonnable;

a) Un ajustement pour le risque relatif de Gaz Métro

129. Au terme d'analyses d'une preuve généralement contradictoire présentée au fil des ans concernant le risque d'affaires et le risque financier de Gaz Métro, la Régie a statué de nouveau en 2009 que le risque global du distributeur québécois est supérieur à celui du distributeur repère;

- Décision D-93-51, section 3.6.2.4;
- Décision D-96-31, p. 64;
- Décision D-2007-116, p. 30;
- Décision D-2009-156, par. 281 :

[281] Tel que mentionné dans sa décision D-2007-116, la Régie évalue le risque global de l'entreprise supérieur à la moyenne, notamment en raison de la composition de sa clientèle et de la concurrence de l'électricité au Québec. Cependant, elle tient compte dans son appréciation de la couverture plus étendue de ces mêmes risques par des comptes de frais reportés.

130. De l'avis de Gaz Métro, rien dans la preuve écrite et testimoniale administrée à l'audience ne permet de remettre en cause cette conclusion unanime de l'ensemble des formations appelées à juger de cette question de 1993 à ce jour;

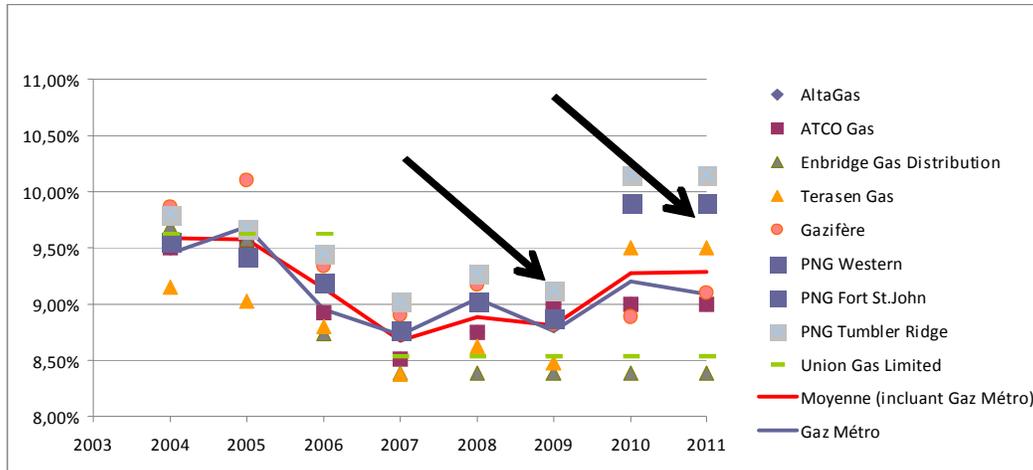
131. Au contraire, le représentant de Gaz Métro, M. Patrick Cabana (le **témoin Cabana**) a témoigné d'une hausse significative du risque global de Gaz Métro par rapport au risque global du distributeur repère, principalement en raison de la hausse de son risque financier;

- Témoignage de Patrick Cabana en chef (le **Témoignage Cabana en chef**), N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 22 (ligne 7) à la p. 26 (ligne 11); Pièce B-272, Présentation PowerPoint de Patrick Cabana, 14 septembre 2011 (la **Présentation Cabana**), p. 15;

132. En effet, depuis 2009, il existe un écart négatif grandissant entre le taux de rendement accordé à Gaz Métro et la moyenne des taux accordés aux distributeurs canadiens;

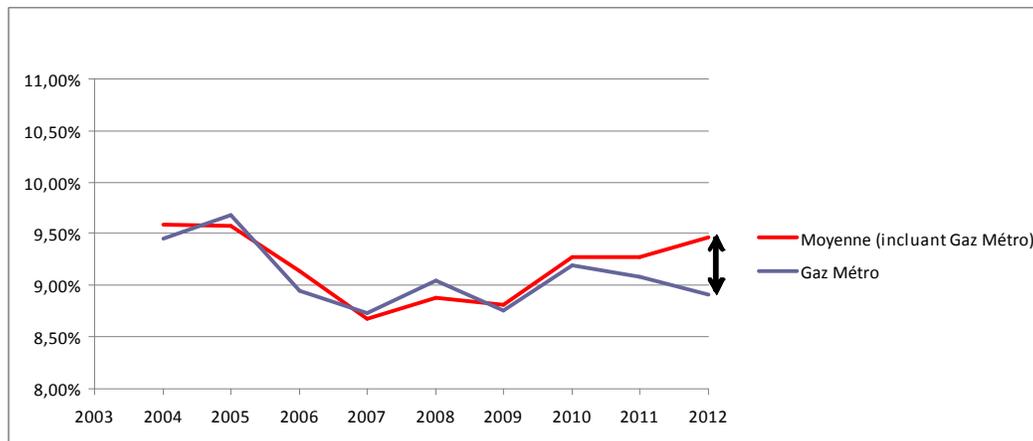
133. Cet écart est manifeste à l'examen du graphique reproduit ci-dessous :

➤ Pièce B-306, Engagement 18 (GM-7, doc. 19) :



134. À moins d'une intervention de la Régie, cet écart négatif à la moyenne sera encore plus important en 2012 (dans l'hypothèse d'un taux établi suivant la formule d'ajustement actuelle);

➤ Pièce B-306, Engagement 18 (GM-7, doc. 19) :



135. Ce constat est identique, voire aggravé à l'examen des données, des études et de l'évolution du traitement des distributeurs américains;

➤ Rapport Morin, p. 76;

136. À ce sujet, l'étude de l'échantillon de sept distributeurs gaziers américains à faible risque (β moyen = 0,34, cote A) retenus par le témoin Booth car comparables « *to the universe of Canadian utilities* » (β moyen = [0,30 à 0,35], cote A) démontre que le taux de rendement moyen de ces sociétés américaines comparables s'élève à 10,3 % sur un ratio d'avoir propre supérieur à celui de Gaz Métro;

➤ Rapport Booth, p. 61 (lignes 3-5) :

[...] Currently the average beta for these low-risk US utilities is 0.34 very similar to the data for Canadian UHCs. So the chart shows that it is possible to form a low risk *sample* of US utilities that approximates the *universe* of Canadian utilities. [...]

➤ DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demande 6e), p. 8 de 46 :

Please confirm that Dr. Booth:

[...]

e) *relied almost exclusively on a small sample of Canadian utilities*

[...]

e) No. Dr. Booth has relied on what he understands to be the *universe* of regulated utility holding companies in Canada, the TSX utility index that includes an even broader group of companies and a sample of low risk US utilities that utility witnesses frequently regard as comparable to Canadian utilities.

➤ DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demande 23b), p. 26 de 46;

➤ DDR de Gaz Métro à l'ACIG, demandes 31b) et c), p. 39-40 de 46;

137. Selon Gaz Métro, l'écart négatif à la moyenne des taux de rendement autorisés est :

- a) injustifiable, en raison du risque global supérieur de Gaz Métro;
- b) déraisonnable, au sens de l'article 49 LRÉ et du critère de l'investissement comparable; et
- c) préjudiciable, à terme aux consommateurs et aux distributeurs québécois de gaz naturel;

➤ Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 23 (ligne 16) à la p. 24 (ligne 19); Présentation Cabana, p. 8;

138. Cette situation problématique ne relève pas d'une hypothèse mais découle de constats objectifs et observables;

➤ Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 25 (ligne 4) à la p. 26 (ligne 21);

139. Nul ne peut contester sérieusement qu'un risque global supérieur à la moyenne des distributeurs dicte un taux de rendement supérieur à la moyenne des rendements autorisés pour ces distributeurs;

➤ Rapport Morin, p. 16;

➤ Rapport Booth, p. 10;

140. Conclure autrement, comme le fait le témoin Booth en niant tout ajustement sous prétexte d'un ratio d'avoir propre à hauteur de 46 %, constituée à la fois une négation du critère de l'investissement comparable et une négation des constats et conclusions de la Régie à ce sujet;

➤ Argumentation, par. 301 à 307;

141. Lors de son témoignage en 2007, le témoin Booth a contesté tout ajustement au taux de rendement pour tenir compte du risque global plus élevé de Gaz Métro, une position rejetée par la Régie en dépit d'un ratio de capitalisation de 38,5 % alors supérieur (aujourd'hui inférieur) à la moyenne;

➤ Décision D-2007-116, p. 29-30 :

Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer le risque d'affaires, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

[...]

La Régie évalue le risque global de l'entreprise supérieur à la moyenne mais tient compte dans son appréciation de la couverture plus étendue de ces mêmes risques par des comptes de frais reportés et un ratio de capitalisation légèrement supérieur à la moyenne.

La Régie juge que le risque de l'entreprise s'est accru depuis 1999 et qu'il est supérieur à celui d'une société repère. Sur la base de la preuve au dossier, la Régie évalue que le risque plus élevé justifie un ajustement à la hausse par rapport à la prime de risque d'un distributeur repère de l'ordre de 25 à 35 points de base. [nos soulignements]

142. La position du témoin Booth n'aura guère évolué en 2009 et sera de nouveau rejetée par la Régie, avec l'octroi d'un ajustement de 25 à 35 points de base;

➤ Décision D-2009-156, par. 276, 281-282 :

[276] Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer ce risque d'affaires plus élevé, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

[...]

[281] Tel que mentionné dans sa décision D-2007-116, la Régie évalue le risque global de l'entreprise supérieur à la moyenne, notamment en raison de la composition de sa clientèle et de la concurrence de l'électricité au Québec. Cependant, elle tient compte dans son appréciation de la couverture plus étendue de ces mêmes risques par des comptes de frais reportés.

[282] La Régie juge que le risque de l'entreprise ne s'est pas modifié significativement depuis la décision D-2007-116 et qu'il est supérieur à celui d'un distributeur repère. Sur la base de la preuve au dossier, la Régie évalue que le risque plus élevé justifie le maintien d'un ajustement à la hausse par rapport à la prime de risque d'un distributeur repère de l'ordre de 25 à 35 points de base. [nos soulignements]

143. Le témoin Cabana a également décrit l'évolution du risque d'affaires de Gaz Métro;
144. Ce risque s'est maintenu par rapport au distributeur repère bien qu'en hausse depuis 2009 en raison notamment de l'intensification des incertitudes reliées à l'approvisionnement en gaz naturel (tarifs de TCPL, réseau gazier de Gaz Métro), aux perceptions associées à une énergie fossile en compétition avec des énergies dites plus propres et à l'évolution de la réglementation et des politiques gouvernementales;
- Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 27 (ligne 10) à la p. 30 (ligne 13); Présentation Cabana, p. 16;
 - Témoignage de Patrick Cabana en contre-preuve (le **Témoignage Cabana en contre-preuve**), N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 160 (ligne 22) à la p. 166 (ligne 22);
 - Pièce B-297, Rapport d'Energy Resources Conservation Board (ST98-2011);
 - Pièce B-298, Lettre de Heenan Blaikie du décembre 2010 adressée au National Energy Board;
 - Pièce B-299, Rapport d'ICF International du 20 août 2010 intitulé « 2010 Natural Gas Market Review »;
145. Quant à l'évolution du risque réglementaire depuis 2009, Gaz Métro juge que l'écart par rapport au distributeur repère demeure constant et est perçu comme étant favorable;
- Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 30 (ligne 14) à la p. 31 (ligne 7);
146. Le témoin Cabana a aussi décrit l'évolution des niveaux d'avoir ordinaire autorisés au Canada depuis 2009 et noté une inversion entre le niveau d'avoir ordinaire de Gaz Métro (38,5 %) et le niveau moyen des distributeurs canadiens (40 %);
- Argumentation, par. 283 à 298;
 - Présentation Cabana, p. 9-11;

147. À l'étude de l'ensemble de la preuve, et plus particulièrement celle relative à l'évolution de son risque financier depuis 2009, Gaz Métro soumet qu'un ajustement de 40 points de base est raisonnable et justifié dans les circonstances;
- Pièce Gaz Métro-7, doc. 11;
 - Rapport Morin, p. 64;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 83 (ligne 19) à la p. 85 (ligne 1);
148. Cet ajustement en hausse de 5 points sur la borne supérieure de 35 points retenue en 2007 et en 2009 s'explique par l'effet combiné :
- a) d'un taux de rendement autorisé inférieur à la moyenne de celui des distributeurs canadiens;
 - b) d'un ratio d'avoir ordinaire inférieur à la moyenne de celui des distributeurs canadiens;
149. À titre comparatif, il est utile de noter que l'ajustement retenu en novembre 2010 pour Gazifère était de l'ordre de 25 à 50 points pour les régisseurs Rozon et Duquette et de l'ordre de 50 points pour le régisseur Carrier;
- Décision D-2010-147, par. 72-90;
150. Quant à la FCEI, la Régie aura noté l'évolution de la position de cet intervenant;
151. En effet, tant dans sa preuve en chef de juillet 2011 qu'en réponse à une demande de renseignements de Gaz Métro en date du 17 août 2011, cet intervenant confirmait une opposition limitée à une « bonification additionnelle », soit une « augmentation de l'ajustement demandé » par Gaz Métro par rapport aux 25 à 35 points de base accordés par la Régie en 2009;
- Pièce C-FCEI-0025, Mémoire de la FCEI, p. 5 de 5 :

Au global, le risque de Gaz Métro apparaît donc inférieur à ce qu'il était lors de la cause tarifaire 2010. Dans les circonstances, nous jugeons inappropriée la bonification additionnelle du rendement demandée par Gaz Métro.
 - Pièce C-FCEI-0029, Réponse de la FCEI à la demande de renseignements no. 1 de Gaz Métro à la FCEI, 17 août 2011 (**DDR de Gaz Métro à la FCEI**), demande 4.1 :

La FCEI s'oppose à l'augmentation de l'ajustement demandée par Gaz Métro par rapport aux 25 à 35 points de base préalablement accordés par la Régie.
152. Or, à l'audience, le témoin M. Antoine Gosselin (le **témoin Gosselin**) a soudainement introduit une hypothèse dite implicite à sa preuve écrite voulant que la position de la FCEI présumait d'un risque d'affaires du distributeur repère inchangé, la FCEI n'ayant pas analysé l'évolution de ce risque entre 2010 et 2012;

- Pièce C-FCEI-0035, Présentation de la FCEI, p. 4;
153. Par cette hypothèse, la FCEI modifiait sa position pour dorénavant contester toute hausse du taux de rendement de Gaz Métro fondée sur une hausse présumée du risque d'affaires de Gaz Métro;
- Pièce C-FCEI-0035, Présentation de la FCEI, p. 4;
154. À ce sujet, Gaz Métro soumet que le contre-interrogatoire du représentant de la FCEI fait conclure à un changement de position tardif et injustifié, plutôt qu'à une précision;
- Contre-interrogatoire d'Antoine Gosselin (le **C-I Gosselin**), N.S., vol. 8, 19 septembre 2010, p. 118 (ligne 12) à la p. 120 (ligne 15);
155. En effet, on comprendra difficilement que cette hypothèse pourtant connue à l'auteur du texte n'ait pas été évoquée au plus tard le 17 août 2001 en réponse à une demande de précision spécifique sur la portée de la recommandation de cet intervenant;
- C-I Gosselin, N.S., vol. 8, 19 septembre 2010, p. 119 (ligne 8) à la p. 120 (ligne 15);
156. De plus, le témoin Gosselin confirmait que la FCEI n'avait pas analysé le risque financier ou réglementaire de Gaz Métro, qu'il ne pouvait conclure quant à l'évolution de son risque global ni quant à l'évolution de l'écart entre ce risque global et celui du distributeur repère et qu'en définitive, la FCEI s'en remettait à la discrétion de la Régie pour juger d'une bonification appropriée du taux de rendement;
- C-I Gosselin, N.S. vol. 8, 19 septembre 2011, p. 122 (ligne 1) à la p. 128 (ligne 25);
157. En somme, l'hypothèse introduite à l'audience prive l'intervention de la FCEI de toute utilité pratique, en l'absence de toute considération du risque global de Gaz Métro ou de l'évolution de son risque relatif par rapport au distributeur repère;

b) Un ajustement pour tenir compte des Variations hors moyenne du taux sans risque courant

158. Lors de l'exercice tarifaire tenu en 2007 pour la détermination d'un taux de rendement raisonnable, la Régie a formulé la conclusion suivante quant à certaines limitations du MÉAF :
- Décision D-2007-116, p. 28 :

[...] Selon la Régie, l'application du modèle MÉAF présente une difficulté additionnelle lorsque l'évaluation du rendement intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc fondamentalement représentative des conditions qui prévalaient sur cette même période. Un ajustement s'impose donc dans

l'appréciation par la Régie lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

En somme, le Dr Chrétien propose une modification explicite du taux sans risque en pareil cas alors que le Dr Booth s'en remet plutôt au jugement des experts et du régulateur. Selon la Régie, l'approche du taux sans risque modifié constitue une voie intéressante pour faciliter l'application du MÉAF.

La Régie considère qu'il s'agit d'un premier débat sur cette question qui mérite plus ample examen. Toutefois, ce débat ne saurait changer substantiellement le taux de rendement raisonnable auquel a droit l'actionnaire. À défaut d'être traitée de façon explicite comme le propose le Dr Chrétien, cette problématique doit être prise en compte dans l'appréciation des faits, comme le souligne le Dr Booth. Dans le présent dossier, la Régie apporte un ajustement à la hausse de 40 points de base des résultats produits par le MÉAF. [nos soulignements]

159. Cette conclusion suivait un débat d'experts concernant l'ajustement explicite du taux sans risque (R_f) lorsque les taux courants des obligations s'écartent de leur moyenne de longue durée;
160. Ce premier « débat » initié en 2007 a mené la Régie, lors de l'exercice tarifaire de 2009, à reconnaître formellement, par la voie d'un ajustement, les Variations hors moyenne du taux sans risque courant;

➤ Décision D-2009-156, par. 291-292 :

[291] Par ailleurs, la Régie rappelle que, dans sa décision D-2007-116, elle mentionnait que l'application du MÉAF présentait une difficulté particulière lorsque la détermination du rendement dans un dossier intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc représentative des conditions qui prévalent sur cette même période. La Régie concluait qu'un ajustement s'imposait lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

[292] Compte tenu de la preuve au présent dossier et des remarques émises dans sa décision D-2007-116, la Régie juge qu'un ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du modèle d'évaluation des actifs financiers est justifié dans les circonstances. [nos soulignements]

161. Cet ajustement intervint au titre « des résultats des autres modèles »;

- Décision D-2009-156, par. 240;
- Argumentation, Annexe B, Tableaux synthèses 1 et 2;

162. La nécessité d'un tel ajustement était confirmée par la Régie dans sa décision D-2010-147;

➤ Décision D-2010-147, par. 100-101 :

[100] Par ailleurs, la Régie rappelle que, dans sa décision D-2007-116, elle mentionnait que l'application du MÉAF présentait une difficulté particulière lorsque la détermination du rendement dans un dossier intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc représentative des conditions qui prévalent sur cette même période. La Régie concluait qu'un ajustement s'imposait lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

[101] Compte tenu de la preuve au présent dossier, la Régie juge qu'un ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du modèle d'évaluation des actifs financiers est justifié dans les circonstances. [nos soulignements]

163. Pour être complet, rappelons les propos du régisseur Carrier (minoritaire) qui choisit alors de traiter cet ajustement non pas au titre d'un ajustement pour tenir compte des résultats d'autres modèles mais comme ajustement distinct spécifiquement lié à la prime de risque et au taux sans risque, à même le calcul du MÉAF;

➤ Décision D-2010-147, par. 199-200, 207-208 :

[199] La situation au présent dossier s'apparente à celle examinée dans ces dossiers et elle est même exacerbée par le fait que le taux sans risque est maintenant de l'ordre de 4,25 % alors qu'il se situait à 4,78 % en 2007. Il s'agit d'une situation relativement nouvelle dans l'histoire récente, notamment depuis les années 2005-2006 alors que le taux sans risque est passé sous la barre des 5,0 %.

[200] La problématique en cause tire son origine du fait que, dans le cadre de l'application usuelle du MÉAF, la prime de risque d'un titre est ajoutée au rendement courant des obligations de long terme des gouvernements pour établir le rendement attendu par les investisseurs. La prémisse sous-jacente à ce modèle serait qu'il est raisonnable de supposer que les attentes des investisseurs et les rendements sur les marchés varient en parallèle avec l'évolution des taux des obligations gouvernementales ou taux sans risque. Cette prémisse serait toutefois discutable si les taux de rendement observés sur les marchés présentent plutôt une certaine stabilité ou constance dans le temps.

[...]

[207] Sur la base de la preuve au présent dossier et en tenant compte des décisions antérieures de la Régie, un ajustement de

la prime de risque implicite d'un distributeur apparaît approprié lorsque les taux courants des obligations gouvernementales s'éloignent de façon notable de la moyenne historique utilisée pour le calcul de la prime de risque.

[208] Sur un plan pratique, la valeur de l'ajustement à retenir pour le taux de rendement de l'année 2011 peut être approximée, au présent dossier, en fonction d'un facteur d'élasticité représentant 25 % de l'écart entre le taux sans risque de longue période et le taux sans risque courant, soit le même facteur d'ajustement que celui de la formule d'ajustement automatique existante. L'ajustement retenu serait donc de l'ordre de 40 ou de 50 points de base selon que l'on réfère à l'écart entre, d'une part, la moyenne historique des taux sans risque au Canada ou aux États-Unis et, d'autre part, le taux sans risque courant de 4,25 %. [nos soulignements]

164. En pratique, tant pour les régulateurs canadiens que pour la Cour suprême du Canada, la méthodologie n'est pas déterminante, « *c'est le résultat qui compte* »;
 - Argumentation, par. 10;
165. Qu'il s'agisse d'un ajustement au taux sans risque, à la prime de risque ou d'un ajustement pour reconnaître les résultats d'autres méthodes, depuis 2007, la Régie reconnaît le bien-fondé et la nécessité d'un ajustement au taux de rendement calculé par le MÉAF afin d'en corriger les résultats en période de taux obligataires hors de leur moyenne historique;
166. Lors de son témoignage, le témoin Morin a réitéré que les données qu'il a utilisées et la méthodologie qu'il a suivie pour l'établissement de la prime de risque permettent de capter et de refléter les attentes raisonnables d'un investisseur pour un rendement supérieur lorsque des conditions de marché récentes ou contemporaines le justifient, y compris durant les périodes où les taux courants des obligations gouvernementales évoluent à l'extérieur de leur moyenne historique;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 119 (ligne 13) à la p. 124 (ligne 4);
167. Là encore, les ajustements reconnus par la Régie en raison des Variations hors moyenne du taux sans risque courant sont pris en compte et intégrés dans l'établissement de la prime de risque par le témoin Morin;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 85 (ligne 5) à la p. 86 (ligne 2);
168. Aucun ajustement additionnel ou postérieur au calcul de la prime de risque n'est requis suivant la méthodologie suivie et les données considérées par le témoin Morin;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 120 (ligne 5) à la p. 124 (ligne 4);
169. À l'audience, à des fins d'équivalence pour réconcilier son approche au calcul propre au MÉAF classique, le témoin Morin a précisé qu'un ajustement de 50 points de base

(25 % de 200 points ou 6,4 %/4,4 %) serait requis en hausse sur le taux de rendement produit selon le MÉAF classique pour tenir de compte de cette condition de marché;

- Présentation Morin, p. 30-32;
- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 88 (ligne 20) à la p. 91 (ligne 8);

170. À noter que le taux sans risque actuel est de 3,91 % alors que le taux sans risque de longue durée est de 6,41 %, pour un écart de 250 %;

- Présentation Cabana, p. 4;

Rate Case	Date	C29530Y A-Spread	Risk Free Rate vs Historical Mean (6,41%)	Régie's Adjustment A-Spread	Régie's Adjustment Risk Free Rate
D-2007-116, p. 28	October 2007	107	(Rf = 4.78) 1.63	0	40
D-2009-156, par. 263, 292, 302	December 2009	152	(Rf = 4.30) 2.11	25-55	25-50
D-2010-147, par. 64, 101, Annexe 1	November 2010	147	(Rf = 4.25) 2.16	25-55	25-50
R-3752-2011	August 2011	158	(Rf = 3.91) 2.50		

171. En ce qui a trait à la preuve du témoin Booth, sans surprise, son approche se limite à une application stricte du MÉAF, sans ajustement aucun à ce chapitre, sauf pour l'octroi d'un « bonus de crise » pour refléter les Variations d'écart de crédit courants ou « *A Spread* » dont nous traiterons dans la section suivante;

c) Un ajustement pour tenir compte des Variations d'écart de crédit courants

172. Le débat relatif à cet ajustement incarne l'importance d'une ouverture à saisir les changements de conditions de marché pour fixer un taux de rendement raisonnable et pour définir une formule d'ajustement appropriée;

173. Des données de marché présentées par Gaz Métro dès 2008 (R-3662-2008) révélaient une augmentation des variations d'écart de taux entre les obligations corporatives de long terme émises par des sociétés commerciales de cote A et celles émises par le gouvernement du Canada de même terme;

174. Sur cette base, Gaz Métro demandait la suspension de l'application de la formule d'ajustement et l'établissement d'un taux de rendement approprié aux circonstances;

- Décision D-2008-140;

175. Le témoin Booth, témoignant de nouveau pour l'ACIG, niait complètement la pertinence de ces Variations d'écart de crédit courants sur le calcul d'un taux de rendement :

- Décision D-2008-140, p. 34 :

L'expert Booth indique que les écarts de rendement fluctuent en fonction de phénomènes cycliques et macroéconomiques. Cependant, ces écarts ne peuvent être tenus comme des indicateurs de l'évolution du risque d'affaires d'une entreprise réglementée, du risque des actionnaires et, conséquemment, du taux de rendement raisonnable attendu par les actionnaires⁵². Selon lui, ces écarts de rendement ne devraient pas être pris en compte aux fins de la détermination du taux de rendement sur les capitaux propres. [nos soulignements]

176. Jugeant la preuve de Gaz Métro insuffisante, notamment en l'absence d'un expert sur un sujet hautement technique, la Régie jugeait inopportun de suspendre l'application de la formule d'ajustement⁵;

- Décision D-2008-140, p. 32-34;

177. Un débat contradictoire relatif à ces Variations d'écarts de crédit courants s'engageait l'année suivante sur la base d'expertises indépendantes dont celle du témoin Booth, avec la crise financière de 2009 en toile de fond. La Régie jugeait alors souhaitable de procéder à un exercice tarifaire complet pour juger du bien-fondé d'un ajustement relatif aux Variations d'écarts de crédit courants;

178. D'autres régulateurs canadiens concluaient de la même façon. À titre d'exemple :

- Décision AUC 2009-216, par. 311, 326 :

311. It remains an open question whether corporate bond spreads will quickly, if ever, return to pre-financial crisis levels. In particular, it remains uncertain that the re-pricing of risk observed in high grade Canadian corporate bond spreads in the period up to the close of the Proceeding will end in either 2009 or 2010. In these circumstances, it is reasonable to conclude that the actual return expectations of utility equity investors in 2009 and 2010 would be at least 50 basis points higher than estimates of equity return expectations derived from methodologies like CAPM which rely solely upon historical data and the risk free rate.

[...]

326. The Commission's analysis of the performance of high grade bonds relative to the risk free rate during the financial crisis, as explained in Section 5.7, reveals that the traditional spread between the long Canada bond yield and the yield on high grade bonds had increased to well above the traditional spread of one percent and by the close of the record in the proceeding had moved back to a spread of approximately 1.5 percent. As a result, the Commission concludes that the CAPM results likely underestimate the required market equity return by at least 50 basis points. Accordingly, the Commission has

⁵ Cette formule est identique à celle toujours en vigueur aujourd'hui mais modifiée en novembre 2010 par la Régie dans le cadre du dossier Gazifère;

adjusted its CAPM results to arrive at a range of 7.63 percent to 9.12 percent. [nos soulignements]

179. Le témoin Booth, de façon prévisible, niait de nouveau la pertinence d'un tel ajustement, prédisant plutôt un retour rapide à la normale suite à la crise et recommandait de s'en tenir au taux de rendement donné par la formule d'ajustement, qu'il qualifiait au passage de généreuse;

- Décision D-2009-156, par. 199-200 :

[199] Pour sa part, le Dr Booth, un des experts de l'ACIG, considère au contraire qu'on assiste à un retour rapide à la normale quant aux principales conditions financières et économiques. Il mentionne que l'indice de volatilité du marché boursier canadien et les écarts de rendement sont revenus tout près de leur normale respective et que l'économie sort de récession et récupère. À l'égard des écarts de rendement, le Dr Booth apporte deux précisions. D'abord, on ne devrait porter de jugement sur leur niveau qu'en considérant la position dans le cycle économique, plutôt que par rapport à la moyenne, car il est clair que ces écarts fluctuent en relation avec les cycles économiques. Ensuite, il suggère qu'au-delà des écarts de rendement, ce qu'il faut considérer c'est le niveau absolu des taux d'intérêt.

[200] L'ACIG recommande de maintenir l'application de la FAA qui se traduirait en 2010 par un taux de rendement de l'avoir propre de 8,64 %. Le Dr Booth précise que la FAA donne des résultats qu'il qualifie de généreux, mais raisonnables, ajoutant que le facteur d'ajustement de 75 % appliqué aux variations des taux d'intérêt a été remarquablement précis dans le passé, en suivant à la baisse les taux des obligations du Canada, tout en permettant une augmentation de la prime au risque⁸⁶. [nos soulignements]

180. Il se sera opposé à un changement similaire lors de son témoignage devant la Commission de Terre-Neuve en octobre 2009;

- Décision NFLD P.U. 43(2009), p. 27 :

Dr. Booth believes that financial markets are now returning to normal with liquidity spreads coming down and the economies of the U.S. and Canada recovering. While he believes that credit spreads are still higher than expected he does not believe this justifies a change.

181. L'année suivante, la Régie affirmait de nouveau la nécessité d'un ajustement de l'ordre de 50 à 100 points de base au taux établi suivant le MÉAF, en raison de l'existence d'écarts de crédit supérieurs à ce qu'ils devaient être dans un cycle économique normal;

- Décision D-2010-147, par. 64 :

[64] Par conséquent, la Régie établit, pour tenir compte des effets de la crise financière, une majoration de la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 0,50 % à 1 %.

182. Par l'expression « effets de la crise », la Régie réfère aux Variations d'écart de crédit courants;
183. Plus encore, la Régie révisait la formule d'ajustement automatique pour y ajouter un second terme et reconnaître formellement et pour l'avenir l'impact des Variations d'écart de crédit courants;
- Décision D-2010-147, par. 140 :
[140] La Régie est d'avis que les écarts de rendement des obligations des sociétés réglementées de cote A ne réagissent pas de la même façon que les écarts de rendement des obligations des sociétés non réglementées de cote A pendant les cycles économiques, et ce, particulièrement pendant une crise financière. La Régie retient l'indice C29530Y de Bloomberg comme estimateur des écarts de crédit des sociétés réglementées canadiennes. Pour les prochains dossiers tarifaires, la Régie demande donc à Gazifère de fournir les données de Bloomberg du mois de septembre aux fins de l'application de la nouvelle formule. [nos soulignements]
184. Cette formule révisée, que le témoin de l'ACIG présente comme la « formule Booth » et qu'il propose à la Régie d'adopter en l'instance montre comment cet expert a choisi d'adhérer tardivement à une réalité incontestable, après l'avoir contestée en 2008 et en 2009 en pleine crise;
185. On se surprendra également de trouver dans un même rapport la défense du second terme permanent de la « formule Booth » et la critique de cet ajustement accordé par des régulateurs canadiens comme un « bonus » jugé « arbitraire » et « temporaire » pour tenir compte des mêmes Variations d'écart de crédit courants rendues manifestes lors de la crise financière;
- Rapport Booth, p. 75, lignes 1-5 :
During the financial crisis regulators allowed an approximate 0.50% increase to these types of estimates to allow for the financial crisis, I would judge the need for this type of “bonus” to be rapidly disappearing as we move through the business cycle into a recovery. [...]
 - Rapport Booth, p. 6, lignes 4-6 :
[...] The objective of this new ROE formula is simply to make it more sensitive to the changing conditions in the capital market over the business cycle and remove the need to add somewhat arbitrary “crisis” adjustments. [...]
186. Le témoin Morin a témoigné quant à la sensibilité du coût de l'avoir propre aux Variations d'écart de crédit courants et de l'existence d'une relation positive et directe entre le coût de l'avoir propre et l'accroissement des écarts observés, pour ensuite proposer la reconnaissance d'un ajustement au MÉAF de l'ordre de 50 à 70 points;
- Présentation Morin, p. 27-29;

- Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 85 (ligne 5) à la p. 88 (ligne 19);
 - Argumentation, par. 60 à 68;
187. À l'heure actuelle, l'écart entre le rendement des obligations des sociétés réglementées de cote A et celui des obligations du Canada de même durée est d'environ 1,5826 %;
- Argumentation, par. 170;
188. De l'avis de Gaz Métro, et pour les raisons évoquées aux paragraphes 60 à 68 des présentes, la Régie se doit d'établir un taux de rendement reflétant les Variations d'écarts de crédit courants en suivant la méthodologie du témoin Morin ou en procédant par voie d'un ajustement séparé de l'ordre de 50 à 70 points de base à la prime de risque ou au taux de rendement résultant de l'application du MÉAF;

d) Un ajustement pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation

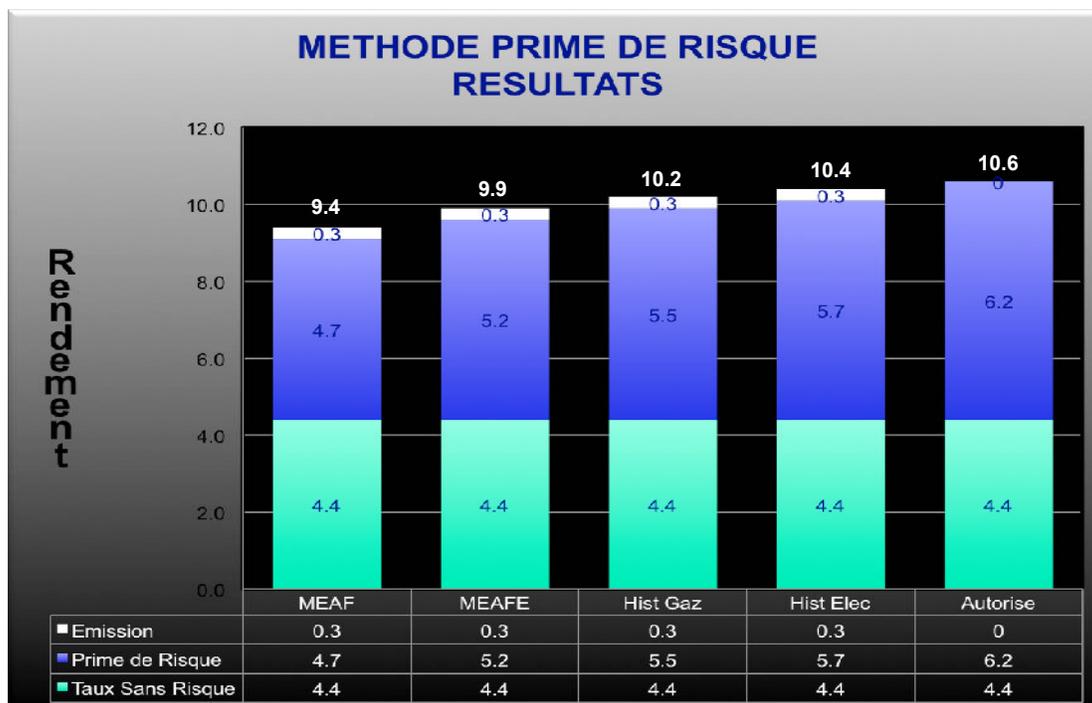
189. Pour les raisons évoquées dans les extraits des décisions de la Régie reproduits au paragraphe 30e), la Régie a jugé prudent de compléter son appréciation du taux de rendement à l'aide d'autres méthodes reconnues, en l'occurrence des méthodes de primes de risque et l'AFM;

i) Les méthodes de primes de risque historique

190. La preuve relative au fondement, à l'application et aux résultats des méthodes de la classe prime de risque historique est explicitée dans le rapport Morin, dans ses réponses aux demandes de renseignements et lors de son témoignage à l'audience;
- Rapport Morin, p. 43-46;
 - Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 92 (ligne 7) à la p. 95 (ligne 9); Présentation Morin, p. 33 et suivantes;

191. Un sommaire de ses résultats est reproduit ci-dessous;

➤ Présentation Morin, p. 37 :



192. Ainsi, les taux de rendement observés ou autorisés varient de 9,4 % à 10,6 % pour l'ensemble des sociétés réglementées canadiennes et américaines considérées;

ii) La méthode de l'AFM

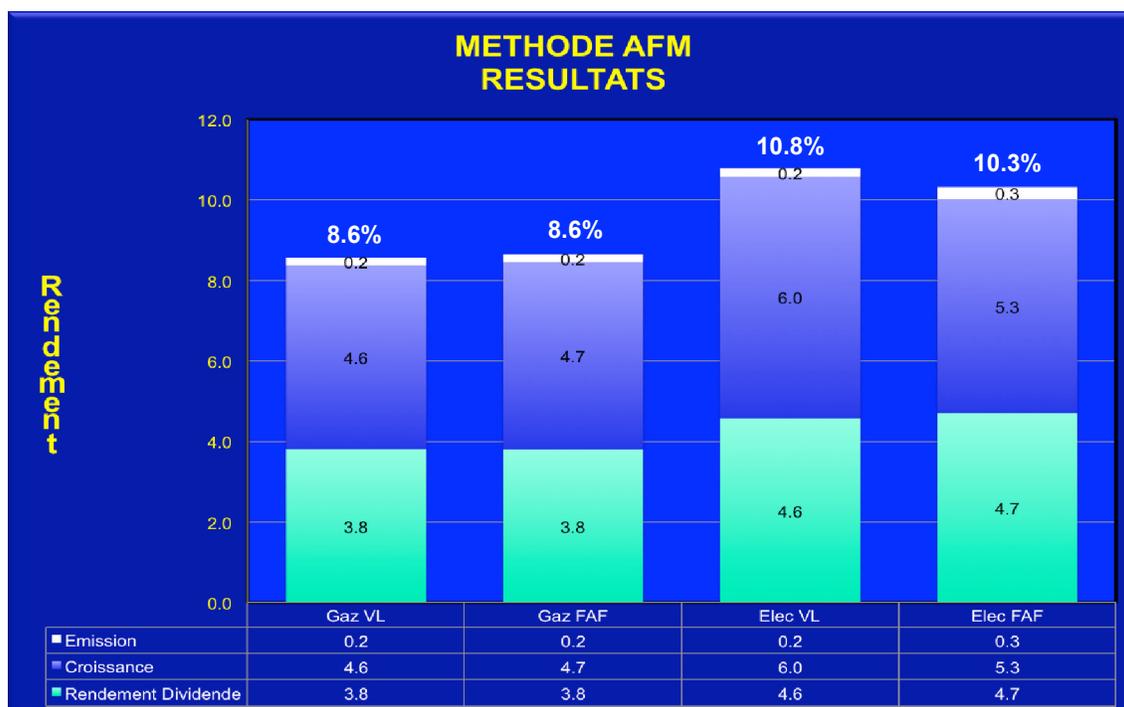
193. La preuve relative au fondement, à l'application et aux résultats de la méthode AFM est explicitée en détail dans le rapport Morin, dans ses réponses aux demandes de renseignements et lors de son témoignage à l'audience;

➤ Rapport Morin, p. 50-59;

➤ Témoignage Morin en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 96 (ligne 1) à la p. 99 (ligne 12); Présentation Morin, p. 28 et suivantes;

194. Un sommaire des résultats de l'application de cette méthode est reproduit ci-dessous;

➤ Présentation Morin, p. 40 :



195. Les taux de rendement établis pour ces sociétés réglementées à partir de l'ensemble des sources considérées varient entre 8,6 % et 10,8 %;

iii) Sommaire des résultats des méthodes additionnelles considérées

196. Les résultats obtenus par l'application de ces principales méthodes d'évaluation sont repris ci-dessous;

➤ Rapport Morin, p. 63 :

METHODOLOGY	ROE
CAPM	9.4%
Empirical CAPM	9.9%
Historical Risk Premium S&P Utilities	10.2%
Historical Risk Premium Nat Gas	10.4%
Allowed Risk Premium	10.6%
DCF Natural Gas Utilities Value Line Growth	8.6%
DCF Natural Gas Utilities Zacks Growth	8.6%
DCF Combination Gas &Elec Utilities Value Line Growth	10.8%
DCF Combination Gas &Elec Utilities Zacks Growth	10.3%

197. Considérant l'ensemble des facteurs de détermination présentés par le témoin Morin, Gaz Métro soumet qu'un ajustement de l'ordre de 40 points est raisonnable pour tenir compte des résultats de l'ensemble de ces autres méthodes;
- Rapport Morin, p. 63;
198. Il importe de rappeler les décisions de la Régie où elle choisira de refléter les Variations hors moyenne du taux sans risque courant par le biais d'un ajustement au titre des résultats des méthodes d'évaluation;
- Argumentation, Annexe B;
199. Par ailleurs, le contre-interrogatoire de l'expert de l'ACIG démontre que celui-ci n'a effectué aucun ajustement au résultat de l'application du MÉAF, à la hausse ou à la baisse, se contentant d'effectuer certaines vérifications du caractère raisonnable de son propre calcul au moyen de l'AFM pour des échantillons de sociétés autres que des échantillons limités à des sociétés canadiennes ou américaines de distribution de gaz naturel;
- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 76 (ligne 20) à la p. 77 (ligne 4);
200. Le refus de tenir compte d'autres méthodes n'est pas sans contrevenir au principe directeur énoncé au paragraphe 30d) de l'argumentation, en ce qui a trait à l'importance de dissocier la méthodologie du résultat et la prudence de recourir à d'autres méthodes d'évaluation pour représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers;

3. Détermination d'un taux de rendement raisonnable

201. Le devoir de la Régie est de fixer un taux de rendement raisonnable pour l'année tarifaire 2012 tenant compte des critères et des principes d'évaluation applicables;
- Argumentation, par. 2 à 16;
202. La méthodologie suivie par la Régie au cours des dernières années pour satisfaire à son devoir est révélée par la construction des tableaux synthèses reproduits à l'Annexe B;

203. Considérant la preuve, la mise en œuvre de cette méthodologie privilégiée par la Régie permet de compléter le tableau synthèse reproduit ci-dessous :

➤ Pièce B-274 (GM-7, doc. 15) :

Taux de rendement	Morin	Booth
MÉAF		
1) Taux sans risque	4,4	4,5
2) Prime de risque du marché	6,7	[5,0-6,0]
3) Bêta	0,7	[0.45-0.55]
4) Prime de risque du distributeur repère	4,69	[2,25-3,3]
5) Frais émission	30 pts	50 pts
6) Sous-total : distributeur repère selon MÉAF classique	9,4	[7,25-8,3]
7) Prime de risque du distributeur repère et écarts de crédit courants (inclus dans la prime de risque)	déjà inclus (50 à 70 pts)	[25-40 pts]
8) Prime de risque du distributeur repère et taux sans risque courant (inclus dans la prime de risque)	déjà inclus (50 pts)	0
9) Sous-total : distributeur repère selon MÉAF, avec ajustements requis	9,4	[7,5-8,7]
Autres modèles d'évaluation		
10) Autres modèles	40 pts	0
Distributeur repère		
11) Sous-total : distributeur repère	9,8	[7,5-8,7]
Gaz Métro		
12) Risque additionnel de Gaz Métro	40 pts	0
13) Total Gaz Métro	10,2	8,10

204. Il importe de souligner certains éléments de ce tableau :

- a) Les ajustements aux lignes 7 et 8 pour les Variations d'écarts de crédit courants et pour les Variations hors moyenne du taux sans risque courant ne sont pas inclus, comme ajustements séparés, dans le calcul du témoin Morin puisque les conditions de marché à l'origine de ces ajustements séparés sont déjà prises en compte dans l'établissement de la prime de risque;
- b) La prise en compte de ces Variations à même la valeur de la prime de risque mène à des valeurs de bêta et de prime de risque du marché en apparence supérieures à celles traditionnellement retenues par la Régie dans ses décisions D-2007-116 et D-2009-156 mais en apparence seulement, considérant l'ajout des ajustements distincts et séparés accordés par la Régie aux lignes 7 et 8 pour justement tenir compte de ces Variations;

- c) À titre illustratif, l'inclusion d'un ajustement de 50 à 100 points à la prime de risque du marché, tel que retenu par la Régie en 2007 et en 2009 pour refléter les Variations d'écart de crédit courants représente, pour l'année 2007, une prime de risque du marché de l'ordre 6,0 % à 6,75 % et, pour 2009, une prime de risque du marché de l'ordre de 6,0 % à 6,75 %;
- d) Selon la décision D-2010-147, la prime de risque du marché en 2010 variait également de 6,0 à 6,75 % sur la base d'un ajustement identique de 50 points à 100 points de base;
- e) Ainsi, une lecture « intégrée » de l'ensemble de la preuve illustre toute la pertinence des propos de la Cour suprême, rappelant que les méthodologies proposées ne sont que des outils accessoires et non déterminants, que seuls les résultats comptent et qu'une approche réconciliatrice de méthodes mesurant diverses réalités de marché permet de converger vers un même taux de rendement raisonnable;

4. La position de l'ACIG

a) La qualité de la preuve de l'ACIG et la crédibilité du témoin Booth

205. Le témoin Booth rappelle très tôt dans son témoignage qu'il a participé aux cinq derniers exercices tarifaires de la Régie ayant déjà mené aux décisions D-2007-116, D-2008-140, D-2009-156 et D-2010-147, qu'il est en accord « *with almost all these [the Régie's decisions]* » qu'il qualifie de « *major decisions* » bien qu'il juge que « *the allowed ROE is at the top of a reasonable range* »;
- Rapport Booth, p. 3, lignes 19, 20, 27;
 - C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 32 (ligne 2) à la p. 45 (ligne 9);
206. Pourtant, à l'examen de sa preuve, l'accord véritable dont témoigne le témoin Booth est avec ses propres analyses, invariables dans le temps et résolument ancrées dans un passé qui mène au *statu quo*, à la minimisation ou à l'ignorance de changements affectant le marché des capitaux ou à leur intégration, préférant ignorer ou qualifier de bonus arbitraire ce qui n'est pas conforme à son opinion;
207. En effet, il est pour le moins surprenant de constater l'invariabilité de la prime de risque du distributeur repère pour la période de 2006 à 2012 en dépit de « *two major stock market crashes in the last 10 years* » et des « *traumatic events of the financial crisis of the 2008-2009* » pour reprendre les mots du témoin Booth;
- Rapport Booth, p. 17, lignes 17-19;
 - Rapport Booth, p. 17, ligne 3;
208. Il est tout aussi remarquable de noter dans tous les cas visés aux tableaux synthèses joints en Annexe C que le témoin Booth aura assimilé tous les distributeurs concernés

au distributeur repère, se refusant à tout ajustement pour tenir compte de leur risque relatif au distributeur repère;

- Argumentation, Annexe C;
- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 75 (ligne 6) à la p. 76 (ligne 12);

209. Dit autrement, avoir pour objectif la reconnaissance d'un taux de rendement générique pour l'ensemble des distributeurs canadiens constitue une négation manifeste de la finalité de l'article 49 LRÉ et du devoir du régulateur de fixer un rendement raisonnable à **un moment précis pour un distributeur donné dans des circonstances spécifiques**;

- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 112 (ligne 25) à la p. 116 (ligne 12);

210. Cette réticence aux changements d'approche se manifeste également à la lecture de certains commentaires du témoin Booth

- Rapport Booth, p. 17, lignes 14-19 :

Unfortunately, for the first time in many years we have the prospect of dramatically different allowed ROEs emanating from different regulatory boards in Canada using different approaches. In essence the consensus that existed just three years ago that the ROE adjustment formulae gave fair and reasonable ROEs has been broken as different bodies have reacted differently to the traumatic events of the financial crisis of 2008/9. Consequently, this points to the need to discuss whether these financial events have now receded. [nos soulignements]

211. Ainsi, le témoin Booth :

a) se refuse à tout ajustement au taux de rendement pour reconnaître le risque global de Gaz Métro jugé supérieur par la Régie à celui du distributeur repère;

- Décision D-2007-116, p. 29 :

Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer le risque d'affaires, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

- Décision D-2009-156, par. 276 :

[276] Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer ce risque d'affaires plus

élevé, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 75 (ligne 6) à la p. 76 (ligne 12);
- b) se refuse à tout ajustement pour tenir compte des Variations hors moyenne du taux sans risque courant;
- Décision D-2007-116, p. 27-28;
 - Décision D-2009-156, p. 289-292;
 - Décision D-2010-147, p. 98-101;
- c) persiste dans l'utilisation de moyennes géométriques pour le calcul de la prime de risque du marché en dépit de décisions unanimes de la Régie rejetant cet usage;
- Décision D-99-11, p. 45;
 - Décision D-2003-93, p. 74;
 - Décision D-2007-116, p. 25;
 - Décision D-2009-156, par. 248;
 - Décision D-2010-147, par. 57;
- d) utilise des données désuètes et contraires aux affirmations passées qu'il maintiendra à l'audience, tel qu'illustré à l'égard des sondages Fernandez;
- Décision D-99-11, p. 45;
 - Décision D-2003-93, p. 74;
 - Décision D-2007-116, p. 25;
 - Décision D-2009-156, par. 248;
 - Décision D-2010-147, par. 57;
 - C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 164 (ligne 24) à la p. 170 (ligne 14);
- e) se refuse à tout ajustement pour reconnaître la pertinence et la prudence de tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation, se contentant de « *reasonableness checks* » dont il ignore en fait les résultats supérieurs au MÉAF. Rappelons que le témoin Booth semble avoir ignoré les principes fondamentaux de la Cour suprême voulant que ce soit le résultat et non la méthodologie qui compte;

- Décision NFLD P.U. 43(2009), p. 15, lignes 14 à 19 :

Dr. Booth stated that he believed that the most important thing is to use the right estimation technique and not necessarily a variety of techniques as suggested by Ms. McShane. (Transcript, Oct. 21, 2009, pgs 148/19-29; 149/1-16). Dr. Booth stated that the capital asset pricing model is overwhelmingly the most important model used by a company in estimating the cost of equity capital. [nos soulignements]

- f) critique les demandes de Gaz Métro et conteste une preuve en chef dont il n'aura même pas pris connaissance, sauf pour des graphiques, avant de produire son rapport en juillet 2011;

- C-I Booth, N.S., vol. 7, 16 septembre 2011, p. 22 (ligne 11) à la p. 25 (ligne 6);

- g) se refuse à tout « bonus arbitraire » en 2008 et en 2009 pour tenir compte des effets de crise pour enfin voir la pertinence d'un tel ajustement lorsque appelé à témoigner pour l'adoption de la « Formule Booth » en l'instance et dans le dossier tarifaire;

- h) se refuse à toute utilisation, même comparative, de données publiées par de grandes institutions financières, accessibles et utilisées par l'ensemble des intervenants du marché en raison d'ajustements jugés erronés, pour plutôt préférer l'utilisation de bêtas maison ajustés à son gré, parce qu'inutilisables, à partir d'une hypothèse personnelle que seul un futur indéfini pourrait vérifier;

- i) fait des insinuations gratuites à l'égard de l'équité d'un processus tarifaire et du résultat de ce processus tenu par un régulateur qui n'aura pas adhéré aux opinions du témoin Booth;

- Rapport Booth, p. 77, note 34 :

[...] If more interveners had been present presumably the allowed ROE would not have been as high.

- C-I Booth, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 108 (lignes 12-21) :

Q. [234] ...[...] do you think that OEB Board members had other motivations than finding a fair rate of equity, rate of return, that they had inner motives?

A. I can't speak to the motivation of the members of the board; all I know is that it wasn't a litigated hearing, and there was not sufficient funding for intervenors to provide full ROE testimony, and yet the utilities did provide full ROE testimony. Which strikes me as being a very strange situation.

212. La Régie a régulièrement entendu le témoin Booth, seul expert choisi par l'ACIG depuis 5 ans, au nom d'intervenants qui n'auront jamais échangé avec leur expert;

213. Elle a retenu le MÉAF comme méthode de base, mais en y apportant d'importants ajustements pour corriger les lacunes de cette méthodes et les rendements déraisonnablement bas résultant de son application par le témoin Booth;
- Argumentation, par. 36;
214. À cette enseigne, il appert des tableaux synthèses joints en Annexe C que les taux de rendement recommandés par le témoin Booth sont dans une fourchette quasi invariable et on a peine à distinguer :
- a) les résultats du « *Quick and Dirty CAPM* », qui tient sur une page;
 - b) les résultats d'un taux de rendement générique ou prêt-à-porter pour tout distributeur canadien sans égard à ses caractéristiques ou son marché; et
 - c) les résultats d'une expertise qui se veut factuelle, détaillée et fort onéreuse, livrée sur plus d'une centaine de pages;
215. On notera également des tableaux synthèses joints à l'Annexe C que les recommandations du témoin Booth faites au nom de sa clientèle sont toujours rejetés en faveur de taux de rendement considérablement supérieurs;
- Argumentation, Annexe C;
216. L'invariabilité de la méthode et des intrants utilisés par le témoin Booth, que l'ACIG voudra qualifier de remarquable pour sa cohérence, est viciée à la lumière des principes d'évaluation dégagés par la Cour suprême du Canada et les régulateurs qui s'intéressent au résultat et non à la méthode, à la situation d'aujourd'hui et non uniquement à celle antérieure à 2008;
217. Pour toutes ses raisons, Gaz Métro laisse à la Régie le soin de tirer les conclusions et inférences qui s'imposent quant à la qualité et à la crédibilité de la preuve du témoin Booth, un expert qui se présente comme un « *intervener's expert* », une caractérisation qui cadre mal avec les récentes directives émises par la Régie et adressées aux experts qui se présentent devant elle;

b) Le choix de distributeurs canadiens comparables

218. À l'audience, l'ACIG aura centré une partie importante de son contre-interrogatoire sur l'identification d'un échantillon très réduit de distributeurs gaziers canadiens, laissant comprendre que le taux de rendement de Gaz Métro sur son avoir ordinaire devrait s'établir par référence à ceux accordés aux distributeurs Enbridge Gas, Union Gas, ATCO et Terrassen;
219. En théorie, le distributeur repère est une société d'utilité publique présentant un niveau de risque faible;
- Décision D-2007-116, p. 26;
220. En pratique, ce distributeur repère est défini et incarné à l'aide de données fiables et accessibles de sources canadiennes et américaines concernant des sociétés réglementées comparables formant un groupe de référence et jugées appropriées par

un régulateur pour juger d'un ratio d'avoir ordinaire ou d'un taux de rendement raisonnable, avant ajustement pour tenir compte du risque relatif du distributeur considéré par rapport à ce distributeur repère;

- Contre-interrogatoire de Roger-André Morin (le **C-I Morin**), N.S., vol. 6, 15 septembre 2011, p. 152 (ligne 4) à la p. 153 (ligne 6);

221. Or, la preuve non-contredite à l'audience est à l'effet qu'au plan statistique, un régulateur ne pourrait définir valablement un distributeur repère ni établir un taux de rendement sur la base d'un échantillon de quelques sociétés seulement, qu'elles soient deux ou quatre;

- C-I Morin, N.S., vol. 6, 15 septembre 2011, p. 174 (ligne 11) à la p. 176 (ligne 1);

222. Ainsi, une approche insoutenable au plan statistique ne peut au plan réglementaire et juridique mener à la détermination d'un taux de rendement raisonnable au sens de l'article 49 LRÉ;

223. C'est d'ailleurs ce qui aura conduit les témoins Morin et Booth à conclure que les limites de disponibilité de données historiques concernant un échantillon déjà très réduit de sociétés réglementées canadiennes rend absolument nécessaire l'utilisation de données et d'un groupe de référence comparable américains pour l'utilisation de modèles tel l'AFM;

- Rapport Morin, p. 18-21;
- C-I Booth, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 25 (ligne 16) à la p. 16 (ligne 15);

224. Prétendre qu'un portefeuille de deux ou de quatre distributeurs canadiens suffirait pour définir un distributeur repère et déterminer un taux de rendement raisonnable est non seulement insoutenable légalement, mais pour le moins inusité lorsque la Régie est saisie et à même d'utiliser une preuve relative à un échantillonnage plus large de distributeurs gaziers canadiens, sans compter l'échantillonnage de distributeurs américains retenus par le témoin Morin, dont un sous-ensemble de sept sociétés à faible risque est jugé comparable à l'univers canadien par le témoin Booth lui-même;

225. Rappelons aussi que l'application du MÉAF classique procède d'une comparaison entre le risque d'un distributeur donné, en l'occurrence Gaz Métro, et celui du distributeur repère;

226. Procéder à des comparaisons de risque **bilatérales** entre Gaz Métro et Enbridge, ou entre Gaz Métro ou Union, sans l'intermédiaire du distributeur repère est incompatible et dénature l'application même du MÉAF et la raison d'être d'un bêta;

227. On ne pourra douter de l'ambition de l'ACIG qui, non satisfaite de tenter d'exclure des données et sociétés réglementées comparables américaines, semble maintenant chercher l'exclusion de données canadiennes au soutien d'arguments contraires à ses prétentions;

228. Subsidièrement, les clarifications apportées par le témoin Cabana sur l'échantillon utilisé par Gaz Métro pour confectionner ses graphiques démontrent bien l'importance

des différences qui existent quant à la variable « dimensionnelle » abordée par le témoin Booth comme premier facteur de comparaison;

- Présentation PowerPoint de Patrick Cabana en contre-preuve, 19 septembre 2011 (la **Contre-preuve Cabana**), p. 9-13;

229. On comprend à l'examen des données relatives à la base de tarification et au nombre de clients que Gaz Métro est un distributeur de taille réduite lorsque comparée à Enbridge, Union, Terasen ou ATCO, avec un nombre de clients de 86 % inférieur à la moyenne de ces quatre distributeurs (1,27 M versus 179 K) et une base de tarification de 36 % (2,76 M \$ versus 1,77 M \$) inférieur à celle de ces quatre distributeurs;

- Contre-preuve Cabana, p. 11;

230. Par ailleurs, l'ACIG se sera intéressée à la source des données utilisées pour confectionner les graphiques 1, 2 et 3 apparaissant dans la preuve en chef de Gaz Métro et leur version projetée pour l'année tarifaire 2012 présentée pour fins d'établir les tendances dans l'évolution des taux de rendement et des ratios d'avoir ordinaires;

- Présentation Cabana, p. 5, 6, 9, 12 et 13;
- Preuve de Gaz Métro, p. 6, 7 et 8, Annexe 1;

231. Or, toutes les données relatives aux graphiques 1, 2 et 3 sont au dossier depuis avril 2011 et toutes celles relatives aux graphiques 1A et 3A ont été présentées en chef, précisées en contre-interrogatoire et explicitées durant la contre-preuve;

- Preuve de Gaz Métro, Annexe 1;
- Contre-preuve Cabana, p. 8, 10, 12, 13;
- Engagement no. 18;

232. Par ailleurs, le débat lancé par l'ACIG concernant le taux de rendement relatif à Enbridge Gas et à Union Gas pour l'année tarifaire 2012 présume que ce taux est, en soi, déterminant pour juger du taux de rendement raisonnable de Gaz Métro, ce qui ne peut être le cas pour les raisons précisées antérieurement;

233. Seul le taux de rendement du distributeur repère et, comme outils de mesure, seuls ceux de l'ensemble des distributeurs gaziers canadiens et/ou américains retenus par la Régie pour exercer sa discrétion valablement sont pertinents;

234. Les taux pour l'année 2012 s'ajoutent à ceux accordés à l'ensemble des distributeurs considérés pour juger de l'évolution de tendances lourdes observée depuis 2009 et longuement discutée à l'audience;

235. La contre-preuve de Gaz Métro et les réponses aux demandes de renseignements auront démontré que toutes ces tendances demeurent en tout point inchangées, que les taux utilisés pour les sociétés Enbridge ou Union soient respectivement de 8,39 % ou de 8,54 % ou encore de 9,58 %;

- Témoignage Cabana en contre-preuve, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 147 (ligne 16) à la p. 151 (ligne 13);

236. À ce sujet particulier, le témoin Cabana aura précisé que pour l'année 2012, et aux fins d'un exercice tarifaire, un régulateur ne serait pas fondé d'utiliser des taux négociés en 2007 pour un ensemble de considérations étrangères propres à Enbridge, Union, étrangers à Gaz Métro inconnues dans le cadre du présent débat, y compris des considérations liées à l'existence d'un mécanisme incitatif particulier;
- Témoignage Cabana en contre-preuve, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 174 (ligne 3) à la p. 178 (ligne 3);
237. Quant au débat plus juridique concernant l'interprétation à donner et les effets juridiques découlant des documents identifiés ci-dessous, Gaz Métro soumet que la Régie est fondée de présumer, pour ses fins, de la pertinence d'un taux de rendement de 9,58 % faute de preuve contraire;
238. Concernant l'usage de données américaines, la position du témoin Booth est sans équivoque en ce que de telles données seraient nécessairement biaisées à la hausse, donc impropres à la détermination d'un taux de rendement raisonnable;
- Argumentation, par. 30g);
239. D'une part, rappelons que la Régie reconnaît la pertinence d'une pondération des données canadiennes et américaines pour l'établissement de la prime de risque du marché, comme l'a d'ailleurs reconnu le témoin Booth en contre-interrogatoire, sans pour autant révéler le niveau exact de sa pondération;
- Argumentation, par. 30g);
240. De même, d'autres tribunaux saisis de témoignages identiques du témoin Booth quant au rejet de l'expérience américaine ont ignoré ce témoignage pour plutôt adopter une approche nuancée et pragmatique;
- Argumentation, par. 30g);
241. En l'instance, la preuve révélée en contre-interrogatoire fait voir que les échantillons canadiens et américains retenus par le témoin Morin présentent des valeurs de bêtas et des notations des agences de crédit qui sont comparables et qui permettent d'utiliser ces données américaines aux fins de l'exercice tarifaire;
- Rapport Morin, p. 27-30;
242. Rappelons également que l'échantillon de sept sociétés réglementées américaines à faible risque identifiées par le témoin Booth pour décrire l'univers des distributeurs gaziers canadiens présente des valeurs de bêtas moyennes identiques et des notations de crédit comparables à celles des distributeurs gaziers canadiens alors que leur taux de rendement moyen se situe à 10,3 % sur un avoir ordinaire de 59,8 %;
243. En pareilles circonstances, la Régie est saisie d'une preuve suffisante de comparabilité pour permettre des inférences valables à partir des données américaines et d'en tenir compte dans l'évaluation du taux de rendement;
244. La Régie est également fondée de rejeter des hypothèses du témoin Booth à l'égard de des données américaines fondées sur des données désuètes telles que celles contenues aux sondages du professeur Pablo Fernandez et ainsi conclure à la

disparition d'un différentiel de 1 % allégué sur une base historique entre les distributeurs gaziers canadiens et américains alors que des données plus récentes démontrent des primes de risque du marché comparables;

- Argumentation, par. 75 à 77;

D. La révision de la formule d'ajustement automatique

245. De l'avis de Gaz Métro, la formule d'ajustement automatique en vigueur présentement est déficiente dans sa formulation, et le taux de rendement résultant de son application ne satisfait pas aux trois critères d'évaluation reconnus par la Régie pour juger du caractère raisonnable d'un taux de rendement sur l'avoir propre;

246. Approuvée par la Régie en 1999 et non modifiée depuis cette date, la formule actuelle d'ajustement du taux de rendement présentée ci-dessous (la **Formule Actuelle**) est identique à celle approuvée par l'Office national de l'énergie (**ONE**) en 1994 et adoptée ensuite par d'autres régulateurs canadiens;

$$K_{t+1} = K_t + 0,75(POCL_{t+1} - POCL_t)$$

- Décision D-99-11;
- Décision NEB RH-2-94;

247. Pour l'année tarifaire 2012, le taux de rendement résultant de son application est de l'ordre de 8,36 % à 8,91 %⁶, selon l'ajustement accordé ou non pour tenir compte des effets de la crise financière de 2009;

- Présentation Cabana, p. 4;

248. Or, il appert des faits et de l'analyse présentés aux paragraphes 42 à 204 qu'un tel rendement est :

a) en terme absolu, significativement inférieur au taux de rendement raisonnable établi suivant le MÉAF, avec les ajustements requis ou selon d'autres méthodes présentées à la Régie, soit l'AFM ou des primes historiques;

- Argumentation, par. 42 à 204;

b) en terme relatif, en baisse depuis 2009 alors que le taux de rendement moyen accordé aux distributeurs canadiens est en hausse depuis 2009, passé de 8,81 % en 2009 à 9,34 % en 2011, causant ainsi un écart négatif grandissant depuis 2009;

- Contre-preuve Cabana, p. 10;

⁶ $K_{\min} = 8,54 + 0,75(3,91 - 4,15) = 8,36 \%$ ou $K_{2012} = 9,09 + 0,75(3,91 - 4,15) = 8,91 \%$;

249. Le taux généré par la Formule Actuelle est :
- a) injustifiable, considérant que le risque global de Gaz Métro est supérieur à celui du distributeur repère, justifiant un taux de rendement supérieur et non inférieur à la moyenne des taux autorisés par des régulateurs canadiens;
 - b) déraisonnable au sens de l'article 49 LRÉ suivant le critère de comparabilité;
 - c) préjudiciable car, à terme, un non-respect du critère de comparabilité ne peut que léser les distributeurs et les consommateurs de gaz naturel;
250. L'examen des données, des études et de l'évolution du traitement des distributeurs américains présenté par le témoin Morin corrobore le caractère déraisonnable de ce taux;
- Rapport Morin, p. 63;
251. Or, c'est « le résultat qui compte » et qui doit être raisonnable et le maintien d'une formule inchangée depuis 1999 et aujourd'hui inadaptée n'offre plus les gains d'efficacité et les économies recherchées par la simplification du processus réglementaire;
252. En somme, le taux de rendement établi pour l'année 2012 par la formule actuelle ne répond pas aux critères reconnus pour juger du caractère raisonnable d'un taux;
253. Tant le témoin Morin que le témoin Booth ont soutenu l'ajout, dans une formule révisée, d'un second terme lié aux variations d'écarts entre le taux de rendement des obligations du gouvernement et des obligations corporatives de sociétés réglementées;
- Rapport Booth, p. 76-80;
 - Rapport Morin, p. 79-82;
254. L'impact de ces variations d'écarts sur le coût du capital et, par conséquent, la nécessité d'apporter des ajustements à la hausse au taux de rendement accordé par l'application du MÉAF sont devenus manifestes lors de la crise financière de 2009;
255. De tels ajustements ont été confirmés par la Régie dans ses décisions récentes;
- Décision D-2009-156, par. 260-263;
 - Décision D-2010-147, par. 55-64;
256. Au surplus, en novembre 2010, la Régie rejetait la Formule Actuelle et approuvait l'utilisation de la formule d'ajustement révisée, plus amplement décrite à l'Annexe 1 de sa décision D-2010-147, à savoir :

$$\text{Taux de rendement} = 9,10 \% + 0,75(\text{POCL}_t - 4,25) + 0,50(\text{ECSR}_t - 1,5 \%)$$

257. La Régie n'était pas seule à juger nécessaire la révision de la Formule Actuelle puisque :
- a) en mars 2009, l'ONE rejetait l'application de la Formule Actuelle pour l'adoption d'une méthodologie d'évaluation du rendement sur la base du coût moyen pondéré du capital après impôt;
 - Décision NEB RH-1-2008, p. 16-19;
 - b) en novembre 2009, la Alberta Utilities Commission (**AUC**) cessait l'application de la Formule Actuelle pour les années tarifaires 2009 et 2010;
 - Décision AUC-2009-216, p. 107-110;
 - c) en décembre 2009, l'OEB rejetait la Formule Actuelle pour approuver une formule d'ajustement révisée à deux termes identiques à celle proposée par le témoin Morin, avec un facteur d'élasticité de 0,50 pour chacun des termes;
 - Décision EB-2009-0084, p. 45-49;
 - d) en décembre 2009, la BCUC éliminait la Formule Actuelle et ordonnait au distributeur d'étudier une formule alternative;
 - Décision BCUC G-158-09, p. 72-73;
258. La nouvelle formule « Gazifère » contient un second terme lié aux variations d'écart entre le taux de rendement des obligations du gouvernement et des obligations de sociétés réglementées, avec un facteur d'élasticité de 0,50;
259. En l'instance, la preuve révèle un consensus quant à l'utilisation d'un facteur d'élasticité de 0,50 pour ce second terme;
- Rapport Booth, p. 76-80;
 - Rapport Morin, p. 79-82;
260. Par contre, un débat perdure quant au choix du facteur d'élasticité propre au premier terme d'une formule révisée, soit celui lié aux variations du taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada par rapport à leur taux moyen de longue durée;
261. De l'avis de Gaz Métro et de son expert, un facteur d'élasticité de l'ordre de 0,50 est approprié et fondé sur des analyses qualitatives et quantitatives réalisées par le témoin Morin, sur la base d'une solide preuve statistique;
- Rapport Morin, p. 79-82;
262. Tel qu'indiqué précédemment, l'OEB a également retenu un facteur d'élasticité de 0,50 pour le premier terme de sa nouvelle formule d'ajustement, suite à l'analyse d'une preuve contradictoire, incluant celle du témoin Booth. Les éléments essentiels de cette preuve sont repris dans la décision de l'OEB, de même que sa justification;
- Décision EB-2009-0084, Appendix B;

263. En cours d'analyse, l'OEB a clairement rejeté la preuve du témoin Booth pour préférer la preuve prépondérante d'autres intervenants;
- Décision EB-2009-0084, p. 45-47;
264. En l'instance, l'ACIG recherche le *statu quo*, donc le maintien d'un facteur d'élasticité de 0,75 adopté en 1999 et inchangé depuis;
265. Curieusement, sa position devant l'OEB paraît plus nuancée, selon le libellé de cette décision;
- Décision EB-2009-0084, p. 47 :

The Industrial Gas Users Association also stated that it sees some merit in further consideration of adjusting downwards to 0.5 the coefficient for application of changes in long Canada bond yields to ROE.
266. À cette fin, le témoin Booth se sera employé à démontrer des lacunes dans la preuve avancée par le témoin McShane, tant dans le dossier Gazifère, où cette preuve n'aura pas été retenue par la Régie, que devant l'OEB, où cette preuve aura été retenue au soutien d'un facteur d'élasticité de 0,50;
- Décision EB-2009-0084, p. 46;
 - Décision D-2010-147, par. 116-145;
267. Cette volonté du témoin Booth de contrer le modèle « 1994 McShane »⁷ des deux côtés de l'Outaouais constitue un exercice inutile pour la Régie, puisque'elle n'est pas saisie de la preuve versée au dossier Gazifère, et la preuve du témoin Booth à cet égard constitue une preuve irrecevable en droit en l'absence de l'expert McShane pour y répondre au nom de Gaz Métro;
268. Par ailleurs, la Régie pourra s'interroger sur la crédibilité du témoin Booth lorsqu'il voudra miner la valeur de la décision de l'OEB en laissant planer un doute :
- a) sur la nature du processus suivi (« *the recent decision of the OEB to impose a 50 % adjustment... was not a decision that resulted from a litigated hearing* »);
 - Rapport Booth, p. 77, lignes 12-14;
 - b) sur la présence d'un nombre insuffisant d'intervenants pour assurer un exercice tarifaire approprié (« *if more interveners had been present presumably the allowed ROE would not have been as high* »);
 - Rapport Booth, p. 77, note 34;
 - c) sur la présence d'experts en provenance des États-Unis (« *OEB motivation [...] US consulting firms hired by utilities and used by OEB indicated US utilities were*

⁷ Rapport Booth, p. 76, ligne 17;

the same as Canada and there was a fairness gap between the US and Canada »);

- Pièce C-ACIG-0028 (GMI IR3a), Annexe 3a à la DDR de Gaz Métro à l'ACIG;

269. La Régie pourra également s'interroger sur l'absence, dans le rapport du témoin Booth, d'une contestation des données empiriques et statistiques offertes par le témoin Morin au soutien d'un facteur d'élasticité de 0,50;

- Rapport Morin, p. 79-81;
- Présentation Morin, p. 49;

270. Mais au-delà des débats d'experts, l'objectif du régulateur est d'adopter un outil utile à l'établissement d'un taux de rendement raisonnable et ainsi servir la finalité d'une formule, soit des objectifs d'efficacité, de transparence, d'allègement et d'économie de ressources;

- Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 32 (ligne 8) à la p. 33 (ligne 2); Présentation Cabana, p. 19;

271. Pour les raisons évoquées à l'audience, Gaz Métro demeure favorable au recours à une formule d'ajustement automatique appropriée pour les années tarifaires 2013 à 2015 inclusivement, pour autant que cette formule reflète adéquatement :

- a) les variations d'écart de crédit entre les taux de rendement des obligations du gouvernement et des obligations corporatives de sociétés réglementées;
- b) les variations du taux sans risque par référence aux rendements des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada;
- c) l'impossibilité de la mise en œuvre d'une formule d'ajustement révisée de façon raisonnable et équitable, au sens des articles 5 et 49 LRÉ, sans une remise à niveau préalable du taux de rendement accordé pour l'année de référence 2012 et son utilisation comme taux de référence;

272. Compte tenu de ce qui précède, Gaz Métro propose donc :

- a) l'adoption d'une formule d'ajustement automatique révisée pour une période initiale de 3 ans;
- b) l'utilisation d'une formule d'ajustement à deux termes reflétant les variations annuelles, tirées d'une même source, du taux sans risque et les variations annuelles, tirées d'une même source, des écarts de crédit;
- c) l'utilisation d'un facteur d'élasticité de 0,50 pour les deux termes, tel que recommandé par le témoin Morin, soit la formule suivante applicable sur un avoir ordinaire de 42,5 % :

$$K_{t+1} = 9,8 + 0,50(\text{POCL}_{t+1} - \text{POCL}_t) + 0,50(\text{ECSR}_{t+1} - \text{ECSR}_{\text{ref}})$$

ou, sur un avoir ordinaire de 38,5 % :

$$K_{t+1} = 10,2 + 0,50(\text{POCL}_{t+1} - \text{POCL}_t) + 0,50(\text{ECSR}_{t+1} - \text{ECSR}_{\text{ref}})$$

273. Gaz Métro est bien consciente que la Régie a récemment adopté dans le dossier R-3724-2010 (Gazifère) une formule d'ajustement révisée différente de celle proposée par le témoin Morin en l'instance, soit :

$$K_{t+1} = K_t + 0,75(\text{POCL}_{t+1} - \text{POCL}_{\text{ref}}) + 0,50(\text{ECSR}_{t+1} - \text{ECSR}_{\text{ref}})$$

274. Ainsi, si la Régie ne devait pas retenir la formule proposée par le témoin Morin, Gaz Métro ne s'opposerait pas à l'adoption de la formule Gazifère, remise à niveau sur la base des variables K_t (9,8 % sur 42,5 % ou 10,2 % sur 38,5 %), POCL_t et ECSR_t déterminées au terme de l'instance;

➤ Présentation Cabana, p. 20;

275. Cela dit, et préalablement à l'adoption d'une formule d'ajustement révisée, Gaz Métro réitère qu'il est primordial de déterminer un taux de rendement raisonnable pour l'année 2012 et d'utiliser ce taux de rendement raisonnable pour l'année 2012 comme taux de référence aux fins de l'application d'une nouvelle formule d'ajustement révisée et ce, afin d'assurer un traitement équitable du distributeur;

➤ Présentation Cabana, p. 21;

III- LA DÉTERMINATION D'UNE STRUCTURE DE CAPITAL OPTIMALE

A. Commentaires introductifs

276. L'optimisation de la structure de capital d'un distributeur est à l'avantage des consommateurs et du distributeur de gaz naturel;

277. En effet, la preuve non contredite est à l'effet qu'une structure de capital optimale :

- a) contribue à la réduction du coût en capital (y compris des frais d'émission) et à un accès au marché des capitaux à des conditions raisonnables, particulièrement en période d'instabilité;

➤ Rapport Morin, p. 69;

- b) contribue au maintien d'une capacité d'emprunt résiduelle à plus long terme (maturité) pour profiter d'opportunités et assurer la fourniture d'un service adéquat;

➤ Rapport Morin, p. 69;

- c) constitue une mesure de réduction du risque financier;

➤ Rapport Morin, p. 69;

278. Il importe donc de s'assurer que cette structure demeure optimale, donc adaptée au risque global de Gaz Métro et à son environnement économique et réglementaire;

279. Cet examen doit être fait en fonction uniquement des caractéristiques des activités réglementées de Gaz Métro, indépendamment des besoins et des caractéristiques des autres activités de l'entreprise;

➤ Décision D-2003-93, p. 50;

La Régie est donc d'accord avec le Distributeur sur la nécessité d'utiliser une structure du capital présumée. Cette structure du capital présumée doit être établie uniquement en fonction des caractéristiques des activités réglementées sous examen, indépendamment des besoins et des caractéristiques des autres activités de l'entreprise.

280. Cet examen paraît d'autant nécessaire que la structure de capital actuelle est demeurée inchangée depuis les années 90;

➤ Décision D-2004-196, p. 13 :

La Régie juge que globalement les facteurs retenus dans la décision D-99-11 n'ont pas changé d'une manière significative, notamment ceux ayant trait aux contextes économique, d'affaires et financier. Par conséquent, elle approuve la demande de SCGM de reconduire le mécanisme d'ajustement automatique du taux de rendement pour une période de trois ans, soit jusqu'à l'année tarifaire 2006-2007 inclusivement et de maintenir la structure de capital. [nos soulignements]

281. Or, la LRÉ ne stipule aucun seuil d'avoir propre, ni n'offre de qualificatif tel les mots « juste » ou « raisonnable » pour encadrer la détermination d'une structure « optimale », suivant l'expression retenue par la Régie dès 1996;

➤ Décision D-96-31, p. 64-66;

282. Dans ce contexte, l'examen de structures de capital réelles ou présumées autorisées par des régulateurs et l'évolution de ces structures revêtent une pertinence particulière pour guider la Régie;

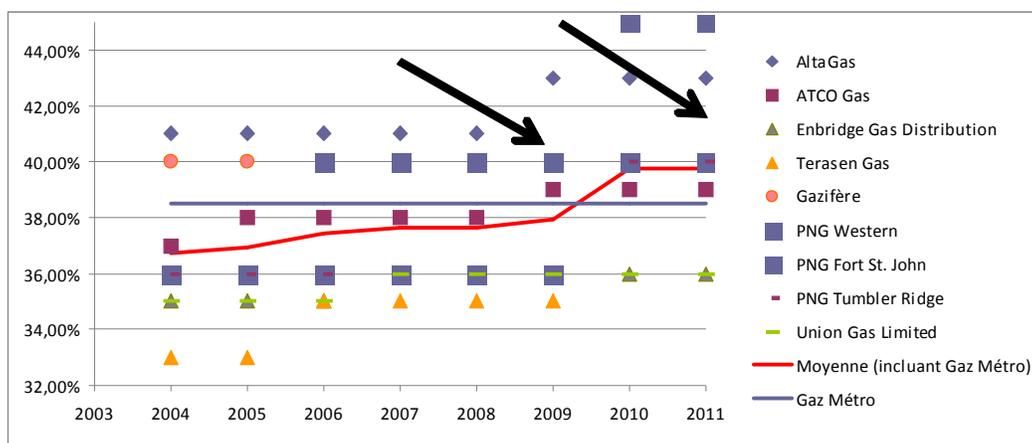
B. La structure actuelle de Gaz Métro et celles d'autres entités réglementées

283. Le capital présumé de Gaz Métro se compose d'avoir ordinaire (38,5 %), d'actions privilégiées (7,5 %) et de dettes (54,0 %);

➤ Pièce Gaz Métro-7, doc. 11, p. 3;

284. Ailleurs au Canada, le niveau d'avoir ordinaire autorisé par les régulateurs a évolué de façon significative depuis 2009, tel qu'il appert de la preuve :

➤ Pièce B-306, Engagement 18 (GM-7, doc. 19) :



➤ Présentation Cabana, p. 9;

285. Des constats s'imposent à l'analyse de ce graphique, des données sous-jacentes et du témoignage de Gaz Métro :

- une hausse depuis 2005 du niveau moyen d'avoir ordinaire autorisé aux distributeurs canadiens pour atteindre 39,75 % en 2010 et 2011;
- un avoir ordinaire de 38,5 % inchangé pour Gaz Métro depuis 1990;
- une inversion de l'écart ou « cassure » entre le niveau d'avoir ordinaire de Gaz Métro et le niveau moyen des distributeurs canadiens à compter de 2009;

286. De l'avis de Gaz Métro, cette inversion de l'écart depuis 2009 est injustifiable, considérant :

- le niveau de risque global de Gaz Métro supérieur à celui du distributeur repère;
 - Argumentation, par. 129 à 131;
- un taux de rendement autorisé inférieur à la moyenne des distributeurs canadiens depuis 2009;
 - Argumentation, par. 132 à 137;

287. En 1996, la Régie rejetait une demande de l'ACIG pour une hausse du ratio d'endettement de Gaz Métro, donc une réduction correspondante de son ratio d'avoir ordinaire, jugeant optimal un ratio légèrement supérieur à celui de la moyenne des distributeurs canadiens;

- Décision D-96-31, p. 64 et 67 :

En ce qui concerne le risque global de SCGM, la Régie considère que ce dernier est légèrement supérieur à ceux de Consumer's Gas et Union Gas, évaluation que partagent les experts Booth et Berkowitz.

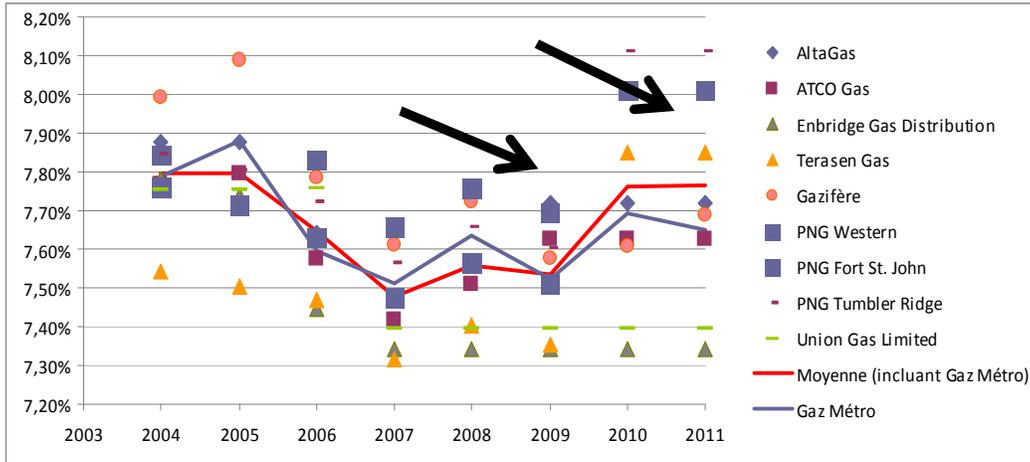
[...]

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 le 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. [nos soulignements]

288. Gaz Métro a suivi l'invitation de la Régie de ne pas remettre en cause sa structure de capital en l'absence de circonstances le justifiant.
289. Or, selon la logique qui a mené la Régie à juger optimal un ratio d'avoir propre supérieur à la moyenne canadienne en raison d'un risque global supérieur, on doit juger exceptionnelle l'inversion survenue depuis 2009 avec pour effet de laisser Gaz Métro avec un ratio d'avoir propre inférieur à la moyenne des distributeurs canadiens en dépit de son risque global supérieur à celui du distributeur repère;
290. Ces constats et conclusions sont corroborés par le témoin Morin;
291. L'analyse comparative révèle que la structure de capital présumée accordée :
- a) à des distributeurs gaziers canadiens varie de 36 %⁸ à 45 %, avec une valeur médiane de 40 %;
 - Appendice C, Rapport Morin, p. 14 de 20;
 - b) à des distributeurs d'électricité canadiens varie de 36 % à 47 %, avec une valeur médiane de 40 %;
 - Appendice C, Rapport Morin, p. 14 de 20;
292. Il est également utile de noter l'évolution du coût moyen pondéré en capital (CMPC) autorisé aux distributeurs canadiens afin de juger l'effet combiné d'un taux de rendement et d'un ratio d'avoir propre inférieurs à la moyenne :

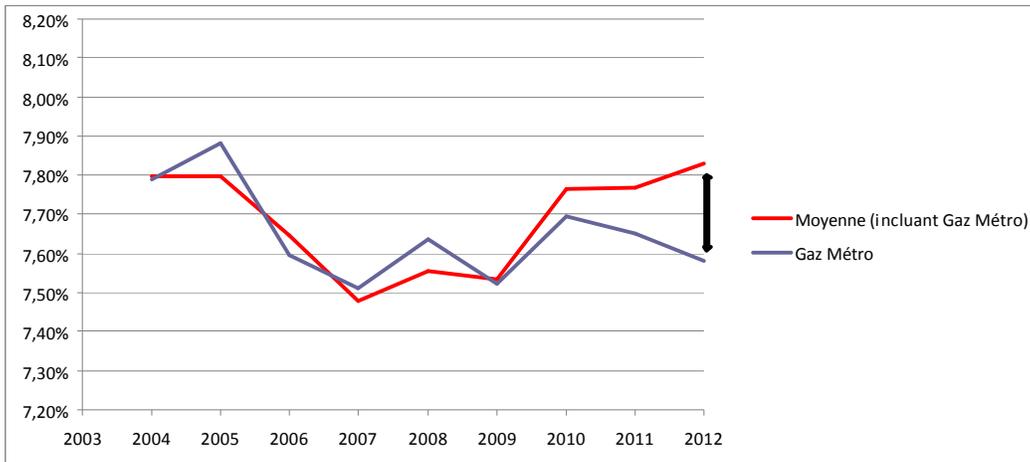
⁸ Excluant l'entité Manitoba Hydro (Centra Gas MB);

➤ Pièce B-306, Engagement 18 (GM-7, doc. 19) :



293. Ce graphique fait voir que le rendement global octroyé à Gaz Métro a été inférieur à la moyenne du rendement global octroyé aux autres distributeurs canadiens depuis 2009 et que cette situation s'aggravera en 2012, à moins d'une intervention de la Régie;

➤ Pièce B-306, Engagement 18 (GM-7, doc. 19) :



294. Il est également pertinent de considérer des données concernant le niveau d'avoir propre autorisé à des entités réglementées aux États-Unis. La preuve non contredite du témoin Morin se résume ainsi :

a) Des ratios d'avoir ordinaire présumé accordés par des régulateurs américains à des distributeurs gaziers varient de 43,96 % à 50,47 %, avec une moyenne de 48,24 %;

➤ Appendice C, Rapport Morin, p. 15 de 20;

- b) Des ratios d'avoir ordinaire présumé accordés par des régulateurs américains à des distributeurs d'électricité varient de 45,8 % à 49,41 %, avec une moyenne de 47,68 %;
- Appendice C, Rapport Morin, p. 16 de 20;
- c) Des ratios d'avoir ordinaire réel de distributeurs gaziers varient de 50,9 % à 67,6 %, avec une moyenne de 58,3 %;
- Appendice C, Rapport Morin, p. 17 de 20;
- d) Des ratios d'avoir ordinaire réel de distributeurs gaziers et d'électricité combinés varient de 29 % à 57,4 %, avec une moyenne de 44,9 %;
- Appendice C, Rapport Morin, p. 18 de 20;
295. Pour ces raisons, Gaz Métro croit que des ajustements doivent avoir lieu pour que le rendement qui lui sera accordé en 2012 puisse être qualifié de raisonnable et représentatif du niveau de risque global auquel elle fait face, dans le respect du critère de comparabilité;
- Témoignage Cabana en chef, N.S., vol. 5, 14 septembre 2011, p. 31 (ligne 8) à la p. 33 (ligne 23);
296. Évidemment, ces données ne sont pas fournies au soutien d'un argument à l'effet que chacun de ces distributeurs gazier ou d'électricité américains présentent un risque global identique ou inférieur pour des activités réglementées similaires à celles de Gaz Métro. Une telle preuve serait inutile et hors du cadre de l'exercice tarifaire actuel;
297. Ce qu'il importe plutôt de retenir de cette preuve de données américaines résumée au tableau ci-dessous est qu'en moyenne, tout risque, tout marché et tout environnement d'affaires, financier ou réglementaire confondus, tant au Canada qu'aux États-Unis, le ratio d'avoir propre de Gaz Métro est inférieur à tous les ratios moyens d'avoir propre observés, que l'avoir soit réel ou présumé;

ÉTUDE	% ACTION
Deemed Cdn Gas Distributors	40,0 %
Deemed Cdn Elec Distributors	40,0 %
Deemed US Gas Utilities	48,0 %
Deemed US Elec Utilities	48,0 %
Actual US Nat Gas Utilities	50,0 %
Actual US Elec Utilities	45,0 %
GAZ METRO	38,5 %

298. Ce simple constat est hautement pertinent;
299. Prétendre comme semble le faire l'ACIG que ces données sont dénuées de pertinence en l'absence d'une preuve prépondérante de comparabilité individuelle pour chacun des

distributeurs gaziers ou d'électricité constitue plutôt une négation de ce constat prouvé reflété par ces moyennes;

300. Cela dit, concernant cette comparabilité individuelle recherchée par l'ACIG, la Régie aura noté que de six des sept distributeurs américains à faible risque retenus par le témoin Booth car comparables à l'univers des distributeurs canadiens présentent un ratio d'avoir propre de 59,8 %;

➤ Pièce B-293;

	Company Name	Beta	% Actual Common Equity/Capital	Allowed ROE
1	AGL Resources	0,75	52,0	10,46
2	Atmos Energy	0,65	54,6	11,71
3	Laclede Group	0,60	59,5	
4	New Jersey Resources	0,65	62,8	10,30
5	Nicor Inc.	0,75	67,6	10,17
6	Northwest Nat. Gas	0,60	52,3	10,20
7	Piedmont Natural Gas	0,65	59,0	10,60
8	South Jersey Inds.	0,65	63,5	10,30
9	Southwest Gas	0,75	50,9	10,22
10	UGI Corp.	0,65	56,0	
11	WGL Holdings Inc.	0,65	65,0	10,20
	AVERAGE	0,67	58,5	10,46
	Average Bêta	0,68		
	Average % Common Equity		59,8	
	Average Allowed ROE			10,3

301. L'argument principal du témoin Booth est que le véritable ratio d'avoir ordinaire de Gaz Métro n'est pas de 38,5 % mais bien de 46 %, celui-ci arguant que l'avoir privilégié à hauteur de 7,5 % n'est que présumé, donc sans risque financier additionnel;

➤ Rapport Booth, p. 5, lignes 2-6 :

The Regie allows Gaz Metro a 7.5% deemed preferred share component in the capital structure. Deeming does not increase risk the way that an actual issue of preferred shares does, so implicitly Gaz Metro has significantly more common equity than the typical Canadian gas distribution utility and I would regard this as the offset to its higher business risk.

- Réponse du témoin Booth à la Demande de renseignements no. 1 de la Régie à l'ACIG, question 3.1, p. 6 de 7 :

In the case of Gaz Metro, the 7.5% preferred share component is deemed and does not represent an increase in financial risk to the common shareholder. That is, there are no preferred share dividends that have to be paid prior to a dividend to the common shareholder. To all intents and purposes, Gaz Metro has a 46% common equity component at a cost equal to a weighted average of its allowed ROE and preferred share cost. In Dr. Booth's judgment, the additional 10% common equity component over Union and EGDI offsets Gaz Metros' higher business risk so that also allowing a higher ROE amounts to double counting. Consequently Dr. Booth does not recommend a premium to his estimate of a fair ROE for a benchmark utility. [nos soulignements]

302. Pour le témoin Booth, ce ratio de 46 % abaisse le risque financier de Gaz Métro et compense adéquatement son risque d'affaires qu'il reconnaît comme supérieur à celui du distributeur repère;
303. Or, l'argument du témoin Booth n'est pas nouveau puisqu'il le présente à la Régie pour la troisième fois;

- Décision D-2009-156, par. 276 :

[276] Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer ce risque d'affaires plus élevé, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

- Décision D-2007-116, p. 29 :

Le Dr Booth mentionne que Gaz Métro est plus risquée que ses pairs, en termes de risque d'affaires, en raison de la composition de sa clientèle. Il souligne cependant que la présence d'un ratio de capitalisation plus élevé et une couverture plus étendue des risques par la présence de nombreux comptes de frais reportés vient contrebalancer le risque d'affaires, de sorte que le risque global de l'entreprise se situe dans la moyenne.

304. L'argument du témoin Booth l'aura d'ailleurs contraint à admettre qu'il ne pouvait s'opposer à la conversion des actions privilégiées de Gaz Métro en avoir ordinaire;

- C-I Booth, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 21 (ligne 12) à la p. 22 (ligne 17);

305. Gaz Métro soumet que l'objection du témoin Booth devrait recevoir le même traitement que celui que lui a réservé la Régie dans ses décisions antérieures, soit un rejet;

- Décision D-2007-116, p. 30;

- Décision D-2009-156, par. 282;
306. Dans ces deux décisions, la Régie a expressément reconnu le bien-fondé d'un ajustement à la hausse du taux de rendement calculé par le MÉAF pour refléter le risque supérieur de Gaz Métro alors même que le ratio d'équité présumé par le témoin Booth était déjà de « 46 % »;
307. Contrairement aux prétentions du témoin Booth, rien dans le contenu de ces récentes décisions ne fait conclure ni même inférer que la Régie ait jugé que la structure de capital de Gaz Métro, la même que celle d'aujourd'hui, compensait (« *offsett* ») suffisamment son risque d'affaires supérieur;
- Rapport Booth, Annexe C, p. 22;
 - C-I Booth, N.S., vol. 8, 19 septembre 2011, p. 74 (ligne 4) à la p. 75 (ligne 5);
308. En l'instance, les faits prouvés démontrent plutôt une aggravation significative du risque global de Gaz Métro depuis 2009;
- Argumentation, par. 129 à 139;
309. De plus, l'approche du témoin Booth est pour le moins contradictoire;
310. D'un côté, il élève à 46 % le ratio d'avoir ordinaire du distributeur lorsqu'il s'agit de contester la modification de sa structure de capital;
311. De l'autre, il conteste l'application de son taux de rendement de 8,1 % sur un niveau d'avoir propre de 46 %, jugeant que ce taux ne devrait s'appliquer qu'à un avoir propre de 38,5 % du capital pour un taux de rendement pondéré de 7,7 %, donc inférieur à 8,1 % et par conséquent, déraisonnable selon les théories mêmes du témoin Booth;
- Pièce B-276 (GM-7, doc. 17), Calcul du taux effectif;
312. Considérant l'ensemble de la preuve, Gaz Métro soumet qu'un ratio adéquat pour son avoir ordinaire se situe à l'intérieur d'une plage de 40 à 45 %, avec un ratio optimal de 42,5 %;
- Rapport Morin, p. 71-78;
 - Présentation Morin, p. 48;
313. Cette structure est :
- a) justifiée à l'étude de la structure de capital et des taux de rendement autorisés aux distributeurs canadiens depuis 2009;
 - b) bénéfique aux consommateurs et aux distributeurs de gaz naturel;
 - c) raisonnable à la lumière de l'expérience observée aux États-Unis, y compris l'échantillon réduit du témoin Booth;

- d) compatible avec les ratios d'avoir propre des agences de crédit pour la cote A (50 à 55 % selon Standard & Poor's et de 55 à 65 % pour Moody's);
314. Suivant la preuve de Gaz Métro, une hausse de 38,5 % à 42,5 % du ratio d'avoir ordinaire justifie une baisse de 40 points de base du taux de rendement accordé pour refléter le risque global supérieur de Gaz Métro à celui du distributeur repère;
- Rapport Morin, p. 77-78;
315. C'est sur cette base que Gaz Métro demande un taux de rendement raisonnable de 9,8 % sur un avoir ordinaire de 42,5 %;
- Preuve de Gaz Métro, p. 10;
316. Dans l'hypothèse où la Régie jugeait préférable de maintenir à 38,5 % son ratio d'avoir ordinaire, Gaz Métro soumet qu'un rendement de 10,2 % devrait être accordé pour être raisonnable sur un avoir ordinaire de 38,5 %;
- Rapport Morin, p. 77-78;

IV- CONCLUSION

317. À l'égard du taux de rendement, de la structure en capital et du coût en capital :

APPROUVER une structure de capital avec 42,5% d'avoir ordinaire, 3,5% d'avoir privilégié et 54% de dette;

APPROUVER un taux de rendement de 9,8% sur l'avoir ordinaire;

APPROUVER une formule d'ajustement automatique pour 3 ans en utilisant un coefficient d'élasticité de 50% et incluant une variable afin de tenir compte des écarts de crédit des compagnies réglementées;

APPROUVER un coût en capital moyen de 8,01%;

APPROUVER un coût en capital prospectif de 6,88%.

LE TOUT RESPECTUEUSEMENT SOUMIS.

Montréal, ce 22 septembre 2011

(S) NORTON ROSE OR S.E.N.C.R.L., s.r.l.

NORTON ROSE OR, S.E.N.C.R.L., S.R.L.
Procureurs de **SOCIÉTÉ EN COMMANDITE**
GAZ MÉTRO

Me Éric Dunberry
Bureau 2500
1, Place Ville-Marie
Montréal (Québec) H3B 1R1
Tél. : (514) 847-4492
Télec. : (514) 286-5474
eric.dunberry@nortonrose.com

SOCIÉTÉ EN COMMANDITE GAZ
MÉTRO

Me Vincent Regnault
1717, rue du Havre
Montréal (Québec) H2K 2X3
Tél. : (514) 598-3102
Télec. : (514) 598-3839
adresse courriel pour ce dossier :
dossiers.reglementaires@gazmetro.com