



**DEMANDE D'APPROBATION DU TAUX DE
RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES ET DU
MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE
RENDEMENT**

Dossier R-3842-2013

Mémoire du RNCREQ

Présenté à la Régie de l'énergie

15 octobre 2013

Rédaction

Paul Paquin, analyste, PP EconoTech Conseil inc.

Collaboration

Me Annie Gariépy, avocate

Cédric Chaperon, chargé de projet en énergie et changements climatiques,
Regroupement national des conseils régionaux de l'environnement du
Québec

Philippe Bourke, directeur général, Regroupement national des conseils
régionaux de l'environnement du Québec

SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	3
PRÉSENTATION DU RNCREQ.....	4
1. INTRODUCTION	6
2. CONTEXTE	8
3. MÉTHODOLOGIE - HISTORIQUE	10
3.1 HISTORIQUE DES TAUX DE RENDEMENT 2004-2012.....	12
4. COMPARAISON DE TAUX DE RENDEMENT.....	15
4.1 COMPARAISON PRÉSENTÉE PAR LES DEMANDEURS	15
4.2 AUTRES COMPARAISON DE TAUX DE RENDEMENT	15
5. COMPAGNIES DE COMPARAISON.....	18
5.1 ENTREPRISES CANADIENNES DE COMPARAISON	19
5.2 ENTREPRISES AMÉRICAINES DE COMPARAISON	21
5.3 CONCLUSION.....	23
6. TAUX DE RENDEMENT IDENTIQUE POUR HQT ET HQD.....	24
7. UTILISATION DE DONNÉES CANADIENNES OU AMÉRICAINES.....	27
8. ANALYSE DES RÉSULTATS	30
8.1 FRAIS D'ÉMISSION	31
8.2 AJUSTEMENT POUR AUTRES MODÈLES	34
8.3 CONCLUSIONS.....	37
9. IMPACT DE LA PROPOSITION DE HQ SUR LE TARIF DE HQT ET DE HQD	39
10. MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT (MTÉR)	41
11. CONCLUSIONS	43

PRESENTATION DU RNCREQ

Les seize (16) conseils régionaux de l'environnement (CRE) interviennent en faveur de la protection et de l'amélioration de l'environnement à l'échelle de chacune des régions administratives du Québec. Par leurs actions, ils cherchent à favoriser l'intégration des préoccupations environnementales dans les processus de développement régional.

Pour eux, ce développement doit se faire dans le respect de la capacité de support des écosystèmes. C'est une condition essentielle au développement durable.

Les CRE sont des organismes autonomes, issus du milieu, reconnus comme interlocuteurs privilégiés du Gouvernement sur les questions environnementales. Ils regroupent un nombre important de membres d'horizons divers poursuivant des objectifs communs. Ce réseau unique constitue un acteur influent dans le domaine de l'environnement au Québec.

En tenant compte des réalités locales et régionales, les CRE privilégient l'action, la concertation, l'éducation, l'information, la sensibilisation et la veille environnementale, pour atteindre leurs objectifs. Ils défendent des valeurs fondamentales comme la solidarité, l'équité et le respect.

Fondé en 1991, le Regroupement national des conseils régionaux de l'environnement du Québec (RNCREQ) a quant à lui pour mission de contribuer au développement et à la promotion d'une vision nationale du développement durable au Québec, de représenter l'ensemble des CRE et d'émettre des opinions publiques en leur nom. Le RNCREQ œuvre dans la plupart des grands dossiers environnementaux (changements climatiques, matières résiduelles, gestion de l'eau, énergie, forêts, agriculture, etc.).

En regroupant et représentant l'ensemble des régions du Québec, le RNCREQ facilite les échanges d'expertise entre les régions, assure la diffusion de la vision particulière des CRE et encadre les relations avec les

intervenants politiques, sociaux, économiques et environnementaux au niveau national.

Les CRE sont donc très actifs dans le secteur de l'énergie, que ce soit en menant différents projets de sensibilisation et de mobilisation, ou en participant aux diverses consultations qui se tiennent dans leur région. Selon eux, il faut adopter une vision à long terme du développement de l'énergie qui contribuera à la vitalité économique du territoire tout en assurant le respect de l'environnement et l'équité entre les peuples et les générations.

1. INTRODUCTION

Conformément à sa mission, le RNCREQ a voulu examiner si le rendement proposé par HQT et HQD est acceptable dans une perspective de développement durable. En ce sens, plusieurs principes de la Loi sur le développement durable peuvent s'appliquer à cette analyse.

Le premier est le principe « équité et solidarité sociales » (les actions de développement doivent être entreprises dans un souci d'équité intra et intergénérationnelle ainsi que d'éthique et de solidarité sociales).

Ce faisant, le RNCREQ a voulu s'assurer que la proposition de HQD et HQT ne crée pas un déséquilibre injustifié en faveur des demandeurs. En l'occurrence, les motifs invoqués par HQT et HQD pour justifier la proposition de rendement doivent être justes.

Le RNCREQ est conscient que le rendement demandé entraînera une hausse du revenu requis et conséquemment, que cela se traduira par une augmentation des tarifs. Sur le principe, le RNCREQ n'est pas contre l'augmentation des prix de l'énergie, dont l'électricité, y voyant là une façon de susciter la réduction de la consommation par l'entremise des signaux de prix. Toutefois, il refuse qu'une telle hausse soit le résultat d'une mauvaise gestion ou d'une réglementation inappropriée. Une augmentation juste serait par la prise en compte du principe d'internalisation des coûts (la valeur des biens et des services doit refléter l'ensemble des coûts qu'ils occasionnent à la société durant tout leur cycle de vie, de leur conception jusqu'à leur consommation et leur disposition finale.)

L'autre principe du développement durable que le RNCREQ utilise pour analyser la proposition de HQD et HQT est le principe de « production et consommation responsables » : des changements doivent être apportés dans les modes de production et de consommation en vue de rendre ces dernières plus viables et plus responsables sur les plans social et environnemental, entre autres par l'adoption d'une approche d'écocoefficience, qui évite le gaspillage et qui optimise l'utilisation des ressources;

Ainsi, le RNCREQ désire s'assurer que le mécanisme de rendement retenu incite HQT et HQD à être le plus efficace possible dans leur pratique de gestion. Cela est également particulièrement approprié pour l'examen du mécanisme de traitement des écarts de rendement), le RNCREQ a examiné

les objectifs de ce mécanisme ainsi que les modalités d'application, notamment les éléments de coûts qui devraient être considérés.

La prise en compte de ces éléments permettra au RNCREQ d'émettre des conclusions concernant la proposition d'Hydro-Québec dans une perspective de développement durable et en respectant les principes généraux de la Loi sur le développement durable, notamment les principes d'efficacité économique, de production et de consommation responsable et d'internalisation des coûts.

2. CONTEXTE

Au cours des dernières années, certains intervenants ont mis en relief dans leurs preuves que le Transporteur et le Distributeur ont dégagé, dans les dernières années tarifaires, des taux de rendement réels supérieurs à ceux autorisés par la Régie.

La Régie a considéré cette situation et indiquait le 8 mars 2012, dans le cadre du dossier tarifaire du Distributeur (R-3776-2011), la dans sa décision D-2012-024:

« [29] La Régie prend acte du fait que le Distributeur déposera une preuve, dans le cadre du dossier tarifaire 2013-2014, sur une proposition de mécanisme de partage, sur la méthode permettant l'établissement d'un rendement raisonnable au Distributeur et des mécanismes de gestion des écarts.

[...]

[63] Tel que mentionné précédemment, la Régie prend acte du fait que le Distributeur déposera une preuve, lors du prochain dossier tarifaire, sur la méthode permettant l'établissement d'un rendement raisonnable au Distributeur.»

De la même façon, le 24 mai 2012, dans le cadre du dossier tarifaire du Transporteur (R-3777-2011), la Régie a rendu la décision D-2012-059, dans laquelle elle statuait :

« [154] La Régie demande donc au Transporteur d'aborder la problématique d'excédents de rendement dans le cadre du prochain dossier tarifaire et de déposer une preuve spécifique à cet égard. »

Par ailleurs, le Transporteur et le Distributeur mentionnent que depuis quelques années, les taux de rendement autorisés de leurs capitaux propres se maintiennent non seulement au bas de la fourchette des taux accordés à des entreprises à tarifs réglementés œuvrant dans des secteurs d'activités similaires au Canada et aux États-Unis, mais que cet écart défavorable s'est accentué au fil du temps.¹

Dans ce contexte, en 2012, le Transporteur et le Distributeur ont proposé une démarche conjointe visant, dans un premier temps, à redresser le taux de

¹ HQTD-1, document 1, page 6

rendement des capitaux propres autorisés, afin de le ramener à un niveau comparable à celui de leurs pairs. La démarche visait également à adopter un MTÉR à partir de cette nouvelle base. Dans sa décision D-2012-097, dans le cadre du dossier R-3814-2012, la Régie acceptait cette démarche et reconnaissait la nécessité de traiter les dossiers de révision des politiques financières du Transporteur et du Distributeur conjointement avec celui du MTÉR.²

En outre, la Régie décrétrait dans le même dossier tarifaire³, qu'elle entendait examiner de façon simultanée les sujets du traitement des écarts de rendement et de l'établissement du taux de rendement des capitaux propres.

Enfin, selon les Demandeurs, le projet de loi n° 25 du gouvernement du Québec constitue un autre élément de contexte dans lequel s'inscrit l'un des volets de leur proposition, soit celui du MTÉR (Mécanisme de Traitement des Écarts de Rendement). Ils sont d'avis que le mécanisme qu'ils proposent s'inscrit dans le cadre de ce projet de loi dont le but est la réalisation de gains d'efficience profitables à la fois aux consommateurs et à l'entreprise.⁴

² HQTD-1, document 1, page 8

³ R-3814-2011, D-2012-119

⁴ HQTD-1, document 1, page 11

3. METHODOLOGIE - HISTORIQUE

C'est dans sa décision D-2002-095⁵ que la Régie a retenu la méthodologie de détermination du taux de rendement sur les capitaux propres.⁶

Dans cette décision, la Régie mentionne que l'établissement du taux de rendement sur l'avoir propre d'une entreprise réglementée doit reposer sur le principe fondamental du coût d'opportunité.

Selon la Régie, le taux de rendement sur l'avoir propre accordé au Transporteur devrait lui permettre d'assurer et de maintenir sa capacité d'attirer les fonds à des conditions raisonnables, comme si ce dernier se finançait lui-même sur les marchés financiers, et se comparer à celui qui est offert par les titres comparables en termes de risques.

Divers modèles peuvent être utilisés pour établir le rendement de référence du marché ou de sociétés de risque comparables au Transporteur.

La Régie y rejette l'utilisation des modèles AFM (Actualisation des flux monétaires) étant donné qu'ils comportent soit des difficultés pratiques et conceptuelles à cause des changements rapides que subissent à la fois les marchés des capitaux canadiens et l'industrie énergétique canadienne (en plus du problème de rareté des entreprises privées comparables de service public d'électricité et de la lourdeur des calculs), soit des difficultés d'application au Canada à cause de l'indisponibilité de données.

De toutes les méthodologies discutées par les deux groupes d'experts, la Régie retient le modèle MÉAF (Modèle d'équilibre des actifs financiers) ou méthode prime de risque pour établir le taux de rendement sur l'avoir propre du transporteur, étant donné le consensus des experts sur l'utilisation de cette méthode de type prime de risque, le fait qu'elle soit reconnue par les différents organismes de régulation au Canada et qu'elle soit d'application simple.

La Régie ajoute qu'aucun modèle ne peut reproduire parfaitement à lui seul les attentes de rendement des investisseurs. Il apparaît donc prudent, lorsque

⁵ R-3401-1998

⁶ D-2002-95, pages 163 à 165.

les circonstances le permettent, d'utiliser les résultats obtenus à l'aide des différents modèles utilisés dans la théorie et la pratique financière.

Dans sa décision D-2005-50, la Régie a défini les paramètres du modèle MÉAF notamment en fixant la valeur du coefficient bêta pour le Transporteur et pour le Distributeur, ainsi que de la prime de risque du marché⁷. Le taux de rendement sur l'avoir propre est la somme d'une prime de risque évalué à 3,281% pour le Transporteur et à 3,405% pour le Distributeur et du taux sans risque. Celui-ci est basé sur une prévision du taux moyen des obligations du Canada (10 ans), établi sur la base des données provenant de la publication du *Consensus Forecasts* d'un mois donné, auquel l'écart entre les taux observés des obligations 30 ans et 10 ans du mois précédent est ajouté⁸. Ainsi, la prime de risque du Transporteur et la prime de risque du Distributeur étant fixées, la seule variable qui fait fluctuer le taux de rendement est le taux sans risque basé sur le *Consensus Forecast*.

À titre d'exemple, le RNCREQ présente, le taux de rendement sur l'avoir propre du Transporteur et du Distributeur pour l'année 2014 tel que présenté dans leur dossier tarifaire respectif.

Tableau 1: Taux de rendement des dossiers tarifaires⁹

	HQD	HQT
Taux sans risque	2,845	2,784
Prime de risque du marché	6,19	6,19
Bêta	0,55	0,53
Prime de risque	3,405	3,281
Taux de rendement	6,250	6,065

⁷ R-3549-2004, D-2005-50, page 57

⁸ HQT-D-1, document 1, page 18

⁹ R-3854-2013, HQD-3, document 3,2, page 7 et R-3823-2012, HQT-8, document 1, page 7

3.1 HISTORIQUE DES TAUX DE RENDEMENT 2004-2012

À partir des données fournies dans les rapports annuels du Transporteur et du Distributeur déposés à la Régie, le RNCREQ a préparé les tableaux suivants, qui présentent un historique des taux de rendements sur la période 2004-2012, soit la même période que celle des figures 1 et 2 de la preuve des Demandeurs¹⁰.

Tableau 2 : Taux de rendement autorisé sur l'avoir propre

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	moyenne	moyenne 2008-2012
HQT	9,66%	8,58%	8,58%	7,50%	7,85%	7,63%	7,59%	7,14%	6,39%	7,88%	7,32%
HQD	9,06%	8,71%	7,96%	7,57%	7,74%	6,99%	7,85%	7,32%	6,37%	7,73%	7,25%

On y constate que le taux de rendement autorisé par la Régie a diminué sur la période 2004-2012. Le taux de rendement moyen sur la période est de 7,88% pour le Transporteur et de 7,73% pour le Distributeur.

Cependant, considérant que le mode de fixation du taux de rendement est basé sur une prévision des revenus et des dépenses, il peut arriver que le taux de rendement réel obtenu soit différent du taux de rendement autorisé.

Ainsi, le tableau suivant présente le taux de rendement réel obtenu par le Transporteur et par le Distributeur sur la période 2004-2012.

Tableau 3 : Taux de rendement réel sur l'avoir propre

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	moyenne	moyenne 2008-2012
HQT	9,26%	10,32%	7,98%	6,22%	8,70%	9,40%	9,27%	8,58%	9,54%	8,81%	9,10%
HQD	8,70%	7,50%	5,83%	7,88%	8,64%	10,15%	12,79%	10,18%	9,69%	9,04%	10,29%

Le Tableau 3 montre un taux de rendement moyen de 8,81% pour le Transporteur et de 9,04% pour le Distributeur, soit un taux de rendement réel moyen plus élevé que le taux de rendement autorisé, tant pour le Transporteur que pour le Distributeur.

¹⁰ HQT-D-1, document 1, page 7

Tableau 4 : Écart de taux de rendement (taux réel – taux autorisé)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	moyenne	moyenne 2008-2012
HQT	-0,40%	1,74%	-0,60%	-1,28%	0,85%	1,77%	1,69%	1,44%	3,15%	0,93%	1,78%
HQD	-0,36%	-1,21%	-2,13%	0,31%	0,90%	3,16%	4,94%	2,86%	3,32%	1,31%	3,04%

Le tableau 4, présente l'écart entre le taux de rendement réel et le taux de rendement autorisé. Depuis l'année 2008 le taux de rendement réel est systématiquement plus élevé que le taux de rendement autorisé. Il apparaît également que la situation est plus prononcée pour le Distributeur que pour le Transporteur.

Cet écart de taux de rendement a eu pour effet d'accorder au Transporteur et au Distributeur une rémunération plus élevée que celle autorisée par la Régie, comme le montre les tableaux suivants.

Tableau 5 : Écart de rémunération du Transporteur M\$

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
Base de tarification	14529	14571	14799	14963	15674	16046,4	16666	16874,5	16894		
Avoir propre	4358,8	4371,4	4439,7	4488,9	4702,1	4813,92	4999,8	5062,35	5068		
Écart de taux	-0,40%	1,74%	-0,60%	-1,28%	0,85%	1,77%	1,69%	1,44%	3,15%	Total	période 2008-2012
Surplus	-17,44	76,062	-26,64	-57,28	39,921	85,2064	84,346	72,8978	159,5	416,578	441,87

Au cours de la période 2004-2012, le Transporteur a reçu une rémunération totale de 416,5 M\$ en plus de la rémunération autorisée par la Régie. Entre 2008-2012, soit une période de cinq (5) ans, le surplus a été de 441,8 M\$.

Tableau 6 : Écart de rémunération du Distributeur M\$

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
Base de tarification	8318,7	8447	8874,5	9413,1	9861,2	9741,38	9989,8	10305,6	9896		
Avoir propre	2911,5	2956,4	3106,1	3294,6	3451,4	3409,48	3496,4	3606,97	3464		
Écart de taux	-0,36%	-1,21%	-2,13%	0,31%	0,90%	3,16%	4,94%	2,86%	3,32%	Total	période 2008-2012
Surplus	-10,37	-35,77	-66,16	10,213	31,063	107,74	172,86	103,267	114,9	427,768	529,85

Au Tableau 6, on voit que le Distributeur a reçu une rémunération totale de 427,7 M\$, entre 2004 et 2012, en plus de la rémunération autorisée par la Régie. Au cours d'une période de 5 ans, s'étalant entre 2008 et 2012, le surplus a été de 529,8 M\$.

Il s'avère donc que les Demandeurs ont reçu une rémunération supplémentaire de près de 1 G\$ au cours des 5 dernières années.

Le dossier actuel est la conséquence de ce constat, qui a été relevé par certains intervenants et retenu par la Régie.

4. COMPARAISON DE TAUX DE RENDEMENT

4.1 COMPARAISON PRESENTEE PAR LES DEMANDEURS

Les Demandeurs mentionnent dans leur preuve qu'ils ont constaté que depuis quelques années, les taux de rendement autorisés de leurs capitaux propres se maintiennent non seulement au bas de la fourchette des taux accordés à des entreprises à tarifs réglementés œuvrant dans des secteurs d'activités similaires au Canada et aux États-Unis, mais que cet écart défavorable s'est accentué au fil du temps.

Ils illustrent leur affirmation aux figures 1 et 2, qui montrent l'évolution du taux de rendement autorisé de capitaux propres du Transporteur et du Distributeur et du taux de rendement autorisé des capitaux propres d'entreprises de comparaison canadiennes et américaines d'électricité sur la période 2004-2012.¹¹

Le RNCREQ constate en effet que les taux de rendement autorisés des entreprises de comparaison sont plus élevés que ceux du Transporteur et du Distributeur sur la période 2004-2012.

Cependant l'intervenant entend émettre des réserves quant à la comparabilité des groupes au Transporteur et au Distributeur. Ce sujet sera traité dans une autre section.

4.2 AUTRES COMPARAISON DE TAUX DE RENDEMENT

Le RNCREQ reconnaît qu'il est naturel de comparer une entreprise aux autres œuvrant dans le même secteur d'activité tout en s'assurant que les comparables ont également des profils semblables quant au niveau de risque.

¹¹ HQT-1, document 1, page 7

Le RNCREQ est cependant d'avis qu'il est tout aussi pertinent de comparer les taux de rendement du Transporteur et du Distributeur au taux de rendement d'autres entités prises plus largement afin de vérifier si le rendement obtenu et autorisé des Demandeurs est raisonnable. En effet, les Demandeurs exercent leurs activités dans un contexte économique réel et leurs performances ne peuvent pas être isolées du reste du marché. Cela est particulièrement le cas sur la période 2004-2012 durant lesquels des perturbations majeures ont été vécues.

A cet effet, le RNCREQ a comparé le taux de rendement autorisé par la Régie au rendement obtenu par la Caisse de dépôt et placement du Québec, au rendement obtenu par le Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario, ainsi que celui de l'indice de référence de ces deux régimes.

Les résultats sont montrés au tableau suivant, incluant les taux de rendement autorisés du Transporteur et du Distributeur.

Tableau 7 : Taux de rendement de différentes références du marché

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	moyenne	moyenne 2008-2012
HQT	9,66%	8,58%	8,58%	7,50%	7,85%	7,63%	7,59%	7,14%	6,39%	7,88%	7,32%
HQD	9,06%	8,71%	7,96%	7,57%	7,74%	6,99%	7,85%	7,32%	6,37%	7,73%	7,25%
Caisse de dépôt	12,20%	14,70%	14,60%	5,60%	-25,00%	10,00%	13,60%	4,00%	9,60%	6,59%	2,44%
Teachers	14,70%	17,20%	13,20%	4,50%	-18,00%	13,00%	14,30%	11,20%	13,00%	9,23%	6,70%
référence	10,60%	12,70%	9,40%	2,30%	-9,60%	8,80%	9,80%	9,80%	11,00%	7,20%	5,96%

Note : Caisse de dépôt : www.lacaisse.com/fr/resultats/donnees-historiques

Teachers et référence : Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario - Rapport annuel 2012

Il apparaît que sur la période 2004-2012, le taux de rendement moyen autorisé du Transporteur et du Distributeur se compare avantageusement au taux de rendement de la Caisse de dépôt et de l'indice de référence. Il apparaît également que sur la période 2008-2012, le taux de rendement

moyen du Transporteur et du Distributeur a été largement supérieur au taux de rendement des autres entités.

En conclusion, le RNCREQ considère que le taux de rendement autorisé par la Régie est satisfaisant par rapport au taux de rendement obtenu sur le marché. Plutôt que de constater que les taux de rendement autorisé par le Régie ont été trop faibles, il faut se demander si les organismes de réglementation des entreprises de comparaison ont autorisé des rendements trop élevés.

Selon la méthodologie retenue par la Régie, le taux de rendement est basé sur le risque auquel le Transporteur et le Distributeur est confronté, et il n'y a pas de preuve à l'effet que le niveau de risque de ces deux entreprises ait évolué depuis 2004. L'évolution du taux de rendement autorisé est donc fonction du taux sans risque, qui lui évolue selon le marché des capitaux et le contexte économique général.

5. COMPAGNIES DE COMPARAISON

Dès le dossier R-3401-1998, la Régie a retenu certains critères devant être pris en considération pour la détermination du taux de rendement sur les capitaux propres.

Dans cette décision elle concluait :

*« L'approche retenue par la Régie vise à permettre à l'actionnaire du transporteur d'obtenir un taux de rendement sur l'avoir propre comparable avec celui des entreprises présentant un profil de risque similaire à celui du transporteur ».*¹²

De même, le consultant retenu par le Transporteur et le Distributeur rappelle plusieurs décisions qui vont dans le même sens.¹³ Le consultant a donc choisi des entreprises canadiennes et américaines qui pourraient servir de référence pour fin de comparaison de taux de rendement du Transporteur et du Distributeur. Il a choisi six entreprises de services publics canadiennes et six entreprises de services publics d'électricité américaines.

Le consultant mentionne qu'étant donné le petit nombre d'entreprises de services publics canadiennes cotées en Bourse, il est approprié de prendre en compte les résultats analytiques d'un groupe d'entreprises de services publics d'électricité américaines à faible risque.

Il ajoute que le groupe de référence d'entreprises de services publics d'électricité américaines a été établi en tenant compte de facteurs comme les notations de crédit, le paiement de dividendes, la capitalisation boursière et le pourcentage de revenus qui découlent des activités réglementées.

Selon lui, le groupe d'entreprises de services publics d'électricité américaines choisis ressemble davantage à HQD et à HQT qu'au groupe de référence d'entreprises canadiennes. Cependant il ne conclut pas que toutes les entreprises de services publics d'électricité des États-Unis sont comparables à HQD et à HQT.¹⁴

¹² D-2002-95, page 163

¹³ HQT-2, document 1, pages 18 à 20

¹⁴ HQT-2, document 1, pages 8 et 9

5.1 ENTREPRISES CANADIENNES DE COMPARAISON

Le consultant (Concentric) a formé un groupe d'entreprises de services publics d'électricité et de gaz naturel canadiennes réglementées cotées en Bourse. Puisqu'il y a relativement peu d'entreprises dans ce secteur sur le marché canadien, aucun critère de sélection précis n'a été utilisé pour circonscrire le groupe de référence. Les six entreprises suivantes sont comprises dans le groupe de référence d'entreprises de services publics canadiennes.

Le tableau inclut les revenus réglementés des entreprises ainsi que le nombre de clients¹⁵ et l'intervenant a ajouté une colonne montrant les revenus par client:

Tableau 8 : Entreprises canadiennes de comparaison

		Revenus	clients	Revenus/clients
		M\$		
Canadian Utilities Ltd	ATCO Distribution Alberta	553	213 000	2 596
	ATCO Transmission Alberta	314		
Emera Inc.	Nova Scotia	1 232	490 000	2 514
Enbridge Inc	Enbridge Gaz Dist Onrario	2 574	1 997 481	1 289
Fortis Inc	Fortis alberta	409	499 000	820
	Fortis BC	296	162 000	1 827
	Newfoundland	573	243 000	2 358
TransCanada Corp	TCPL	5 327		
Valener Inc	Gaz Métro Québec	1 501	189 000	7 942

Le RNCREQ constate que quelques entreprises du groupe de référence d'entreprises canadiennes ont des activités réglementées autres que des activités de distribution et de transport d'électricité, notamment les entreprises Enbridge, TCPL et Valner.

Le tableau suivant exclut ces entreprises et inclut les données correspondant à Hydro-Québec.

¹⁵ HQT-D-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-3, Schedule 2

Tableau 9 : Entreprises canadiennes de comparaison du secteur électrique

		Revenus	clients	Revenus/clients
		M\$		
Canadian Utilities Ltd	ATCO Distribution Alberta	553	213 000	2 596
	ATCO Transmission Alberta	314		
Emera Inc.	Nova Scotia Power	1 232	490 000	2 514
Fortis Inc	Fortis alberta	409	499 000	820
	Fortis BC	296	162 000	1 827
	Newfoundland	573	243 000	2 358
Hydro-Québec	Distribution	10 751	4 060 195	2 648
	TransÉnergie	3 089		

En ce qui concerne les activités de distribution, on peut constater que les entreprises canadiennes du secteur électrique sont très petites par rapport à HQD. Même si certaines ont des revenus par clients semblables à ceux de HQD, le RNCREQ est d'avis que ce groupe d'entreprises ne peut pas constituer un groupe de comparaison valable.

D'ailleurs, le consultant conclut de la même façon :

« Toutefois, deux entreprises exercent une part importante de leurs activités dans un secteur autre que celui de l'électricité ou une grande partie de leurs activités ne sont pas réglementées et leurs risques d'affaires sont donc différents de ceux des entreprises du secteur du transport et de la distribution d'électricité dont les activités sont réglementées. L'importance des activités de services publics autres que d'électricité et des activités non réglementées d'Enbridge, Inc. et de TransCanada Corp. met en évidence l'avantage d'utiliser un groupe de référence d'entreprises de services publics d'électricité américaines pour estimer le coût des capitaux propres de HQD et de HQT, complété par les résultats du groupe de référence canadien ».¹⁶

¹⁶ HQT-2, document 1, version française, page29

5.2 ENTREPRISES AMERICAINES DE COMPARAISON

En ce qui concerne les entreprises américaines de comparaison, le consultant mentionne qu'il a choisi les entreprises américaines qui ont une notation de crédit égale ou supérieure à celle du Transporteur et du Distributeur, ce qui prend en compte le profil de risque d'affaires et de risque financier de ces entreprises et réduit au minimum la nécessité d'ajuster les résultats des entreprises américaines pour tenir compte des différences apparentes entre le risque d'affaires ou le risque financier de ces entreprises et ceux de HQD et de HQT.¹⁷

Le tableau suivant présente les entreprises américaines retenues.

Tableau 10: Entreprises américaines de comparaison¹⁸

		Revenus	clients	Revenus/clients
		M\$		
ConEd	ConEd of New York	8 280	3 329 304	2 487
NextEra	Florida	10 613	4 547 052	2 334
Northeast	Connecticut	2 548	1 212 306	2 102
	NSTAR Electric	2 487	1 163 077	2 138
	Public service Of New Hampshire	1 013	498 216	2 033
	Western Massachusetts	417	206 295	2 021
Southern	Alabama	5 702	1 434 487	3 975
	Georgia	8 800	2 360 489	3 728
	Gulf	1 520	432 403	3 515
	Mississippi	1 113	186 002	5 984
Wisconsin	Wisconsin	3 211	1 120 990	2 864
Xcel Energy	Minnesota	3 773	1 399 830	2 695
	Wisconsin	755	250 133	3 018
	Colorado	3 114	1 372 919	2 268
	Southwester	1 707	376 196	4 538
Hydro-Québec	Distribution	10 751	4 060 195	2 648
	TransÉnergie	3 089		

On peut constater que la plupart des entreprises choisies ont des revenus de plus de 1 G\$ et que celles qui n'ont pas ce niveau de revenus sont sous une

¹⁷ HQT-D-2 document 1, version française, page 28

¹⁸ HQT-D-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-3, Schedule 2

société mère. Selon le RNCREQ, il s'agit donc d'entreprises comparables au niveau des revenus.

Cependant, étant donné que les revenus du Transporteur et du Distributeur proviennent uniquement des activités de transport et de distribution d'électricité, il est aussi important de connaître l'origine des revenus des entreprises de comparaison, et dans cette perspective, le RNCREQ a demandé aux Demandeurs de fournir les revenus d'électricité selon les catégories production, transport et distribution. À une demande d'informations du RNCREQ, le consultant des Demandeurs mentionne :

« Exhibit JMC-3, Schedule 1, provides 2011 total regulated electric revenues.

If the operating company only provides transmission and distribution service, then the regulated electric revenues are only for those services. On the other hand, if the operating company also provides generation service, then the regulated electric revenues include generation, transmission and distribution operations. »¹⁹

Puis il précise qu'il ne peut pas fournir les revenus séparément pour la production, le transport et la distribution

« Many of the operating companies in the U.S. proxy group are vertically integrated utilities which do not earn or report income specific to generation, transmission, or distribution. As such, the requested data cannot be provided ».²⁰

Par ailleurs, l'Exhibit JMC-4, Schedule 1, présente les entreprises qui ont des activités de production réglementées. On peut constater que Consolidated Edition a des activités de production réglementées « limited » et que les cinq autres ont toutes des activités de production réglementées. En réponse à une demande d'informations, le Consultant précise le terme « limited » :

« If the company owns generation and it is reported in rate base, we classify this as regulated generation. Limited regulated generation is determined when the company has less than 15% of its energy

¹⁹ HQT-5, document 8, page 19

²⁰ Ibid

*requirements satisfied by owned resources. These companies typically own small amounts of renewable generation or fossil resources for system reliability ».*²¹

De plus, l'examen du tableau 10 permet de raisonnablement assumer que les entreprises américaines de comparaison ont des activités de distribution car elles ont toutes un nombre élevé de clients et un revenus par clients semblable à celui du Distributeur. Les informations disponibles ne permettent pas cependant de définir si elles ont aussi des activités de transport et l'importance de celles-ci.

5.3 CONCLUSION

Le RNCREQ, en accord avec le Consultant, considère que les entreprises canadiennes retenues ne constituent pas un bon groupe de comparaison.

Le RNCREQ considère que les entreprises américaines de comparaison se distinguent du Transporteur et du Distributeur par le fait qu'elles ont des activités de production réglementées. Il est à noter que dans le cas de Consolidated Edison, ces activités sont qualifiées de « limited », soit correspondant à moins de 15% des besoins en énergie. Pour les autres entreprises, le RNCREQ comprend que le niveau de leurs activités de production est plus élevé que 15%.

De plus, il apparaît que ces entreprises ont principalement des activités de distribution d'électricité.

Selon le RNCREQ, ces considérations doivent être prises en compte dans l'évaluation du taux de rendement des Demandeurs car ceux-ci n'ont pas d'activités de production.

²¹ HQTD-5, document 4.1, page 33

6. TAUX DE RENDEMENT IDENTIQUE POUR HQT ET HQD

Dans la décision D-2003-93, la Régie a conclu que les activités du Distributeur présentent un niveau de risque plus élevé que celles du Transporteur.

Ce faisant, elle a attribué au Distributeur un taux de rendement légèrement plus élevé en fixant son bêta à 0,55 et en fixant le bêta du Transporteur à 0,53, ce qui appliquée à la prime de risque de 6,19%²² correspond à une différence de rendement de 0,12%. Elle mentionnait en effet :

« Selon l'avis de ces experts rapporté ci-dessus dans la position des parties, le risque d'affaires du Transporteur demeurerait au moins aussi élevé aujourd'hui qu'en 2001. Partant du fait qu'elle estime le risque global du Distributeur supérieur à celui du Transporteur, la Régie considère que le bêta du Distributeur doit être supérieur au 0,53 qu'elle avait accordée au Transporteur dans la décision D-2002-95. Compte tenu que le risque global du Distributeur est inférieur à celui de la moyenne de ses comparables, entre autres à cause de faibles risques d'affaires dus à un accès exclusif à un bloc d'électricité de 165 TWh au prix fixé de 2,79 ¢/kWh permettant au Distributeur de stabiliser son approvisionnement pour plusieurs années, la Régie est d'opinion, à partir des preuves qui lui ont été soumises, qu'il est raisonnable d'établir le bêta du Distributeur à 0,55 pour les fins de détermination de son taux de rendement sur l'avoir propre²³. »

Cette conclusion n'a pas été remise en question jusqu'à maintenant. Par contre, dans le dossier actuel les Demandeurs demandent à la Régie de leur attribuer un taux de rendement identique :

*« Ainsi, MM. James M. Coyne et John P. Trogonoski sont d'avis qu'un taux de rendement des capitaux propres de 9,2 % est approprié pour le Transporteur et le Distributeur ».*²⁴

²² D-2003-93, page 75

²³ D-2003-93, page 73

²⁴ HQT-1, document 1, page 20

Dans sa preuve, les Demandeurs présentent le profil de risque du Transporteur²⁵ et du Distributeur²⁶, mais ils ne présentent pas d'analyse comparative qui permettrait de conclure que la situation s'est modifiée depuis la décision D-2003-93. Il en est de même du rapport du Consultant qui présente une analyse comparative de HQT et HQD par rapport à d'autres entreprises canadiennes et américaines, mais qui ne présente pas d'analyse comparative entre HQT et HQD permettant de conclure à un niveau de risque identique.

Ceci est confirmé en réponse à une demande de renseignements du RNCREQ. Le consultant mentionne :

« Veuillez présenter les changements depuis la décision R-2003-93 qui justifieraient de modifier la position de la Régie à l'effet que le risque global du Distributeur est supérieur à celui du Transporteur.

Réponse :

Concentric's risk analysis is based on a comparison of the risk profile of HQD and HQT to other U.S. and Canadian utility companies with comparable risk. On that basis, we did not find any reason to recommend a different ROE for HQD than for HQT. Any difference in risk between the two entities is accounted for by the different deemed equity ratios.

Concentric's risk analysis did not focus on the change in risk for HQD and HQT since the 2003 decision because, in our view, the important consideration for investors is the relative risk of HQD and HQT to the proxy group companies, rather than the risk of HQD and HQT today compared to their risk in 2003. »²⁷

De plus, en conclusion de la section *Survol du témoignage de CEA sur les risques des divisions réglementées*, les Demandeurs mentionnent :

« En résumé, il n'existe aucune différence significative dans les risques d'affaires entre le Transporteur et le Distributeur et les entreprises des groupes de référence canadien et américain, autre que

²⁵ HQT-D-1, document 1m page 13

²⁶ HQT-D-1, document 1, page 14

²⁷ HQT-D-5, document 8, page 10

le risque relié à la propriété d'actifs de production réglementés par une portion des entreprises américaines de services publics d'électricité, risque qui est plus que compensé par les taux de capitalisation plus élevés chez les comparables américains. »²⁸

À défaut de présenter une preuve qui démontre qu'il y a eu des modifications dans les activités du Transporteur et du Distributeur depuis la décision D-2003-93, et que ces modifications justifient de conclure que les deux entités ont maintenant un niveau de risque global identique, le RNCREQ recommande que le taux de rendement sur les capitaux propres du Distributeur demeure légèrement supérieur à celui du Transporteur.

²⁸ HQTD-1, document 1, page 17

7. UTILISATION DE DONNEES CANADIENNES OU AMERICAINES

Concernant la conjoncture économique et commerciale du Canada et des États-Unis et son incidence sur les risques d'investissement, le Consultant conclut :

« Dans l'ensemble, la conjoncture économique et commerciale du Canada et des États-Unis est hautement intégrée et présente une forte corrélation à l'égard de divers indicateurs, notamment la croissance du PIB et le rendement historique des obligations d'État. Sur le plan du risque d'affaires, ce qui comprend le contexte commercial et la compétitivité, le Canada et les États-Unis se classent à peu près au même rang lorsqu'ils sont comparés à d'autres pays développés ou en voie de développement. Selon ces indicateurs macroéconomiques, il n'existe aucune différence fondamentale entre le Canada et les États-Unis (c.-à-d. en termes de croissance économique, de taux d'inflation, de taux de chômage ou de rendement des obligations d'État) qui pourrait amener un investisseur à avoir des attentes différentes à l'égard du rendement des deux pays »²⁹

Le RNCREQ comprend que, par cette conclusion, le consultant se justifie d'utiliser abondamment les données américaines pour évaluer le taux de rendement selon les deux méthodes qu'il a utilisées dans son étude.

Ainsi, au tableau 11 de son rapport, il utilise une valeur de bêta de 0,59, qui est la moyenne des bêtas moyens des entreprises de comparaison américaines, et une valeur de prime de risque de marché de 6,67%, qui est la valeur moyenne des valeurs canadiennes et américaines historiques et prévues.

S'il avait utilisé les données canadiennes, la valeur du coefficient bêta aurait été 0,54, soit une valeur semblable à celle approuvée par la Régie dans les dossiers antérieurs et la valeur de la prime de risque aurait été 5,76, soit une valeur inférieure à celle approuvée par la Régie dans les dossiers antérieurs.

²⁹ HQT-D-2, document 1, version française, page 43

L'utilisation des données américaines n'est pas neutre. Cela a pour conséquences d'augmenter la prime de risque et donc le taux de rendement du Transporteur et du Distributeur.

Le sujet du traitement des données canadiennes et américaines a déjà été abordé dans d'autres dossiers. Ainsi dans sa décision D-2002-95, du dossier R-3401-98, la Régie mentionne :

« Enfin, concernant la question spécifique du pourcentage à accorder entre les études canadiennes et américaines retenue par la Régie dans sa décision D-99-150 rendue le 20 août 1999, en accordant une pondération de 40 % aux données d'études américaines, la Régie constate que dans le présent dossier, aucun élément nouveau n'a été présenté en preuve à ce sujet. La Régie considère opportun d'inclure les données américaines dans son estimation de la prime de risque du marché. Pour ces motifs susmentionnés, la Régie décide de maintenir la pondération qui a été édictée par cette dernière décision »³⁰.

Cette même préoccupation est apparue au dossier R-3492-2002 où la Régie a conclu :

« La question de la pondération entre les données canadiennes et américaines a été longuement débattue dans le passé devant la Régie, entre autres, dans ses décisions D-99-150 et D-2002-95. Une pondération 60:40 a été accordée respectivement aux données canadiennes et américaines. N'ayant pas fait l'objet d'une preuve contraire, la Régie reconduit cette pondération pour la détermination de la prime de risque du marché. »³¹

Le RNCREQ considère que les conclusions du Consultant ne sont pas suffisantes pour modifier les décisions antérieures de la Régie concernant l'utilisation des données canadiennes et américaines. L'intervenant constate en effet qu'il y a des différences importantes entre les valeurs canadiennes et américaines notamment pour la prime de risque de marché³², la valeur du coefficient bêta³³, et l'estimation du

³⁰ D-2002-95, page 167

³¹ D-2003-93, page 74

³² HQT-D-2, document 1, version française, page 78

³³ HQT-D-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-6, Schedule 1

PIB nominal.³⁴ Les activités des Demandeurs se déroulent dans l'environnement économique canadien et celui-ci n'est pas identique à l'environnement économique américain, même s'il y a des similitudes.

Selon le RNCREQ, en continuité avec les décisions antérieures de la Régie, l'évaluation du taux de rendement selon la méthode MÉAF doit être basée sur une pondération des valeurs canadiennes et américaines.

En utilisant une pondération 60:40, la valeur de la prime de risque de marché est de 6,49 au lieu de 6,67, et la valeur du coefficient bêta est de 0,56 au lieu de 0,59.

En ce qui concerne la méthode AFM, les données canadiennes et américaines ont été utilisées, mais les données américaines sont plus complètes que les données canadiennes³⁵.

³⁴ HQT-D-2, document 1, version française, page 113

³⁵ HQT-D-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-9, Schedule 6

8. ANALYSE DES RESULTATS

La présente section présente des résultats obtenus par le Consultant selon les hypothèses qu'il a retenues. Elle contient également une analyse critique de ceux-ci et présente de nouveaux résultats en utilisant des hypothèses différentes de celles retenues par le consultant.

Le tableau ci-dessous présente la partie du tableau 11 du Consultant qui montre l'évaluation du rendement sur les capitaux propres selon le modèle MÉAF. Le taux de rendement obtenu est de 9,22%.

Tableau 11: Modèle d'évaluation des actifs financiers

Taux d'intérêt sans risque	4,23
Prime de risque du marché	6,67
Coefficient bêta	0,59
Prime de risque	3,935
Frais d'émission	0,3
Ajustement pour autres modèles	0,75
Taux de rendement	9,22

Par ailleurs, le Transporteur et le Distributeur demandent à la Régie d'approuver leur proposition de réviser à 9,2 % le taux de rendement de leurs capitaux propres.³⁶

Le tableau ci-dessous reprend les informations déjà présentées au tableau 1 en y ajoutant une évaluation de la prime de risque et du coefficient bêta implicites.

³⁶ HQT-D-1, document 1, page 21

Tableau 12: Coefficient bêta implicite pour un taux de rendement de 9,2%

	HQD	HQT
Taux sans risque	2,845	2,784
Prime de risque du marché	6,19	6,19
Bêta	0,55	0,53
Prime de risque	3,405	3,281
Taux de rendement	6,250	6,065

Prime de risque implicite	6,355	6,416
Coefficient bêta implicite	1,03	1,04

La valeur du coefficient bêta implicite obtenue est de 1,03 pour le Distributeur et de 1,04 pour le Transporteur. Un coefficient bêta plus grand que 1 signifie que le niveau de risque d'une entreprise est plus élevé que le niveau de risque du marché, ce qui n'est pas le cas pour Transporteur et du Distributeur puisqu'un coefficient bêta de 0,53 et 0,55 leur a été accordé par la Régie depuis la décision D-2005-50 mentionnée plus haut.

8.1 FRAIS D'EMISSION

Comme cela apparaît au Tableau 12 plus haut, la proposition du Transporteur et du Distributeur inclut des frais d'émission de 0,30%.

Le consultant mentionne que « *les frais d'émission sont les frais associés à la vente de nouvelles émissions de capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires*³⁷. »

Il ajoute :

³⁷ HQT2-2, document 1, version française, page 114

« Comme le but du taux de rendement autorisé d'une instance réglementaire est d'estimer le coût du capital de l'entreprise réglementée pour se procurer des fonds sur les marchés primaires, une estimation des rendements requis par les investisseurs sur les marchés secondaires doit être ajustée en fonction des frais d'émission pour fournir une estimation du coût du capital requis par l'entreprise réglementée. »

Puis, il précise :

« La Régie a récemment déterminé qu'un ajustement de 30 à 50 points de base constituait un ajustement équitable et raisonnable des résultats obtenus à l'aide des renseignements des marchés secondaires.

Un tel ajustement s'appliquerait également dans ce cas, pour que le RCP autorisé de HQD et de HQT reflète les risques associés aux émetteurs de capitaux propres sur les marchés.

[...]

D'abord, du point de vue de la politique, les RCP de HQD et de HQT sont établis selon le principe d'indépendance, ce qui reflète le véritable coût pour se procurer des capitaux propres sur les marchés. Comme les entreprises doivent verser des honoraires à des preneurs fermes pour l'émission de nouveaux titres de capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires, il est raisonnable d'en tenir compte lors de l'établissement du RCP requis par le marché pour HQD et HQT. Ensuite, comme la réglementation vise à remplacer la concurrence en termes d'établissement des prix, l'inclusion d'une provision pour les frais d'émission envoie les signaux de prix appropriés aux consommateurs d'électricité quant au véritable coût des services de distribution et de transport d'électricité.³⁸ »

Comme le mentionne le Consultant, la Régie a déjà attribué un ajustement pour les frais d'émission comme cela est montré au tableau 6 de la page 82 de son rapport.

³⁸ Ibid, page 115

Cependant ce tableau fait référence à Gazifère, à Gaz Métro et à Intragaz, qui ne sont pas des entreprises du même type que celle du Transporteur et du Distributeur quant à l'actionnariat.

Concernant le Distributeur, la Régie s'est déjà prononcée sur ce sujet dans sa décision D-2003-93, où elle décidait de ne pas accorder ces coûts. :

« De toutes les méthodologies discutées par les deux groupes d'experts, il se dégage un consensus quant à l'utilisation d'une méthode de type prime de risque, dont la version la plus courante utilisée par les deux parties est le modèle MÉAF. En effet, la méthode ERP des Drs Kryzanowski et Roberts est en fait un modèle MÉAF auquel ils ajoutent un ajustement pour les coûts de transactions (flotation costs). La Régie décide, compte tenu que le Distributeur ne demande pas et n'a traditionnellement jamais fait face à de tels coûts, de ne pas les accorder. »³⁹

Le RNCREQ comprend qu'un ajustement pour des frais d'émission peut être ajouté au rendement sur les capitaux propres lorsque ces frais sont effectivement encourus par les entreprises.

La situation du Transporteur et du Distributeur est différente puisqu'ils n'encourent pas de frais d'émission. Ainsi, leur octroyer une rémunération pour des frais inexistant revient à leur accorder un privilège du seul fait qu'ils sont en situation de monopole quant à la propriété de l'entreprise.

Le RNCREQ recommande, en cohérence avec la décision D-2003-93, de ne pas faire d'ajustement pour des frais d'émission dans la détermination du taux de rendement sur les capitaux propres du Transporteur et du Distributeur.

Le taux proposé par les demandeurs devient alors 8,9% et le coefficient bêta implicite devient 0,98 comme le montre le tableau suivant, ce qui reste beaucoup plus élevé que la valeur des bêtas reconnue par la Régie, déjà mentionné plus haut.

³⁹ D-2003-93, page 70

Tableau 13 : Coefficient bêta implicite pour un taux de rendement de 8,9%

	HQD	HQT
Taux sans risque	2,845	2,784
Prime de risque du marché	6,19	6,19
Bêta	0,55	0,53
Prime de risque	3,405	3,281
Taux de rendement	6,250	6,065

Prime de risque implicite	6,055	6,116
Coefficient bêta implicite	0,98	0,99

8.2 AJUSTEMENT POUR AUTRES MODELES

La recommandation du Consultant concernant le taux de rendement inclut une valeur de 0,75%⁴⁰. Cette valeur correspond à un ajustement pour arriver à une valeur obtenue en utilisant le modèle AFM pour les entreprises américaines de comparaison. Il mentionne notamment qu'une plus grande importance doit être accordée au modèle AFM.

« En raison des conditions actuelles du marché, Concentric est d'avis qu'une plus grande importance doit être accordée au modèle d'AFM. La moyenne du modèle d'AFM pour le groupe de référence d'entreprises de services publics d'électricité américaines donne lieu à une fourchette relativement étroite de 9,20 % à 9,58 %, avec une moyenne de 9,41 %. Le modèle d'AFM canadien donne une fourchette de 9,38 % à 12,05 %, avec une moyenne de 10,71 %. En accordant plus d'importance aux résultats analytiques obtenus grâce au modèle d'AFM avec les entreprises américaines de référence et en choisissant la tranche inférieure de la fourchette en raison du risque lié au

⁴⁰ HQTD-2, document 1, version française, page 117

manque de production (même si nous n'avons apporté aucun ajustement pour un risque financier plus élevé), le coût estimatif des capitaux propres pour HQD et HQT est de 9,2 %. »⁴¹

Selon le RNCREQ, cette façon de faire revient en pratique à retenir le modèle AFM pour la détermination du taux de rendement. Or le dossier actuel n'a pas pour objectif de remettre en question le modèle approuvé par le Régie dans sa décision D-2003-93. Dans cette même décision, la Régie mentionne que les résultats du modèle AFM lui permettront de compléter son appréciation :

« [...] la Régie retient dans les circonstances le modèle MÉAF comme méthodologie de base pour le calcul du taux de rendement sur l'avoir propre du Distributeur. Par mesure de prudence, comme aucun modèle ne peut reproduire parfaitement à lui seul les attentes de rendement des investisseurs, la Régie décide de compléter son appréciation de la prime de risque du marché à l'aide des balises obtenues des résultats du modèle AFM présentés par les deux groupes d'experts et, à leur instar, tout en prenant en compte les mises en garde de ces derniers sur les limitations de ce modèle.»⁴² »

Le RNCREQ comprend que les résultats du modèle AFM doivent servir à compléter l'appréciation de la Régie et non à se substituer aux résultats du modèle MÉAF.

Par ailleurs, en ce qui concerne les résultats du modèle AFM retenus par le Consultant, le RNCREQ est d'avis que le fait de considérer la moyenne des résultats des entreprises peut conduire à ignorer la spécificité d'une entreprise en particulier. À la limite, si toutes les entreprises utilisaient cette approche, elles auraient toutes le même taux de rendement malgré leur différence.

Dans une réponse à une demande de renseignements, le Consultant mentionne que le risque spécifique d'une entreprise peut être différents due à divers facteurs :

⁴¹ HQT-2, document 1, version française, page 120

⁴² D-2003-93, page 72

« Concentric’s approach in designing the risk analysis, and the approach we believe investors take when analyzing regulated utilities, is to identify the primary business risks that affect the variability of earnings and cash flows for the regulated utility and to determine whether the company has risk protection that allows it to recover costs in a timely manner so that it has a reasonable opportunity to earn its allowed ROE.

The company-specific risks might be somewhat different for each individual operating company due to factors such as the characteristics of its service territory and the composition of its customer base. Concentric’s risk analysis is designed to accommodate those company specific differences, while still allowing for an identification of the risks faced by regulated utilities generally, and an evaluation of whether the regulatory authority has taken steps to mitigate those risks.⁴³

Pour donner un éclairage différent, le RNCREQ a évalué quel serait le taux de rendement de Consolidated Edison selon le modèle AFM avec les mêmes hypothèses que celles du Consultant. Cette entreprise a été retenue parce ce qu’elle a des activités de production réglementées qualifiées de « limited », soit correspondant à moins de 15% de ses besoins en énergie, comme cela a été mentionné plus haut.

À partir des informations présentées dans l’étude du Consultant et en utilisant la même démarche que celui-ci, le RNCREQ a préparé le tableau suivant. Le taux de rendement moyen est de 7,8%

Tableau 14 : Taux de rendement de Consolidated Edison selon le modèle AFM

	Constant growth	Sustainable growth	Multi-stage	Moyenne
30 jours	7,10	7,33	8,76	7,73
90 jours	7,32	7,55	8,96	7,94
180 jours	7,10	7,33	8,76	7,73
Moyenne	7,17	7,40	8,83	7,80

⁴³ HQT-5, document 4.1, page 29

Le tableau suivant présente le coefficient bêta implicite pour un taux de rendement de 7,8%

Tableau 15: Coefficient bêta implicite pour un taux de rendement de 7,8%

	HQD	HQT
Taux sans risque	2,845	2,784
Prime de risque du marché	6,19	6,19
Bêta	0,55	0,53
Prime de risque	3,405	3,281
Taux de rendement	6,250	6,065

Prime de risque implicite	4,955	5,016
Coefficient bêta implicite	0,80	0,81

La valeur du coefficient bêta implicite est inférieure à 1, mais il est quand même de beaucoup supérieur aux valeurs du coefficient bêta des entreprises canadiennes et américaines de référence. Le coefficient bêta moyen des entreprises américaines varie de 0,50 à 0,69 pour une moyenne de 0,59. Celui des entreprises canadiennes varie de 0,42 à 0,59 pour une moyenne de 0,54.⁴⁴

8.3 CONCLUSIONS

L'analyse des résultats de l'étude du Consultant a permis de constater que les taux de rendement obtenus en utilisant le modèle AFM sont beaucoup plus élevés que ceux obtenus en utilisant le modèle MÉAF.

La proposition du Transporteur et du Distributeur de retenir les valeurs plus élevées du modèle AFM et d'ajuster le modèle MÉAF pour obtenir les

⁴⁴ HQT-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-6 Schedule 1

mêmes résultats revient à attribuer au Transporteur et au Distributeur un niveau de risque beaucoup plus élevé que celui reconnu par la Régie.

Cette constatation provient probablement du fait que le modèle AFM n'est pas basé sur le taux de rendement des obligations du Canada et ne peut donc pas refléter cette réalité.

Selon le RNCREQ, sur cet aspect, le modèle MÉAF apparaît plus adéquat dans la mesure où les résultats obtenus sont en synchronisme avec la réalité économique. Le rendement que les détenteurs de titres financiers obtiennent sur leur titre varie selon la conjoncture générale du marché, et il est raisonnable qu'il en soit de même pour le détenteur des avoirs propres du Transporteur et du Distributeur.

Il n'a pas été mis en preuve que le taux de rendement des Demandeurs autorisé par le Régie ait eu un effet sur leur notation de crédit et sur leur capacité à emprunter sur le marché des capitaux.

Le RNCREQ recommande à la Régie de ne pas retenir la proposition des Demandeurs mais plutôt de conserver la méthodologie déjà approuvée et utilisée depuis plusieurs années.

9. IMPACT DE LA PROPOSITION DE HQ SUR LE TARIF DE HQT ET DE HQD

Selon le RNCREQ, l'analyse de la demande du Transporteur et du Distributeur qui a pour effet d'augmenter de façon importante le taux de rendement sur leurs capitaux propres serait incomplète sans une analyse de l'impact de cette augmentation sur les revenus requis du Transporteur et du Distributeur.

À cet effet, le RNCREQ présente le tableau ci-dessous qui montre les informations fournies par le Transporteur et le Distributeur dans leur dernier dossier tarifaire déposé à la Régie.

Tableau 16: Impact de la demande de hausse du taux de rendement sur les revenus requis.

HQD⁴⁵	2014 Original	2014 Modifié	Augmentation
Service de transport	2650,4	2796,8	146,4
Rendement sur la base	690,6	800,9	110,3
Total			256,7
HQT⁴⁶			
Rendement sur la base	1155,9	1321,6	165,7

On peut constater que la hausse des revenus requis du Transporteur est de 165,7 M\$ soit une augmentation de 5,43% sur les revenus requis de 3 052,9 M\$ pour l'année témoin 2014.

Quant au Distributeur, il voit son coût de service de transport augmenter de 146,4 M\$, ce qui correspond à plus de 88% de la hausse des coûts du

⁴⁵ R-3854-2013, HQD-4, document 1, page 3 et HQD-1, document 4.1, page 9

⁴⁶ R-3823-2012 HQT-5, document 1 et HQT-13, document 1, page 6

Transporteur. En plus de cette hausse, il doit également absorber une hausse du rendement sur sa base de tarification de 110,3 M\$. Le Distributeur voit donc ses revenus requis augmenter de 256,7 M\$, ce qui correspond à 2,3% de ses revenus requis de 2014 (11 212,7 M\$).

Selon le RNCREQ, la hausse du taux de rendement demandée par le Transporteur et par le Distributeur provoque un impact important sur les revenus requis de chacun, ce qui se répercutera nécessairement sur les tarifs.

Or, selon le RNCREQ, la justification du taux de rendement sur les avoirs propres n'est pas valable. Elle est basée sur une comparaison avec une moyenne d'entreprises américaines qui ont des activités de production, elle inclut des frais d'émission et elle retient des résultats du modèle AFM alors que la Régie a retenue jusqu'à maintenant le modèle MÉAF.

Si la demande du Transporteur et du Distributeur était néanmoins acceptée par la Régie, étant donné l'ampleur de l'impact de la hausse sur les tarifs, le RNCREQ recommande à la Régie d'atténuer cet impact en répartissant la hausse sur plusieurs années. Cela permettrait de mettre en place des programme d'efficacité énergétique et aux clients de les adopter. Cette hausse doit aussi être imputée aux clients qui consomment le plus de manière à protéger les faibles revenus et de donner un meilleur signal de prix.

Le RNCREQ est préoccupé par l'impact d'une telle hausse, sans vision d'ensemble, sur la place concurrentielle de l'électricité par rapport aux énergies fossiles

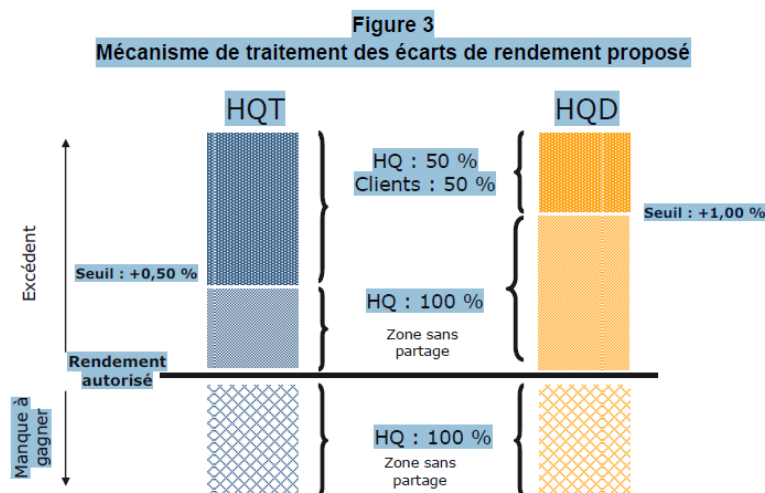
10. MECANISME DE TRAITEMENT DES ECARTS DE RENDEMENT (MTÉR)

Les demandeurs proposent un mécanisme de traitement des écarts de rendement qui selon eux *s'inscrit dans le cadre de ce projet de loi* (projet de loi 25) dont le but est la réalisation de gains d'efficience profitables à la fois aux consommateurs et à l'entreprise.⁴⁷

Le mécanisme proposé comprend :

- Une zone sans partage : jusqu'à 50 points de base au-delà du taux de rendement autorisé pour le Transporteur et jusqu'à 100 points de base au-delà du taux de rendement autorisé pour le Distributeur ;
- Pour un écart supérieur à la zone sans partage : un partage à parts égales avec leurs clients ;
- Pour un écart inférieur au taux de rendement autorisé : à la charge du Transporteur et du Distributeur.⁴⁸

Il est illustré par les Demandeurs comme ci-dessous :⁴⁹



⁴⁷ HQT-D-1, document 1, page 11

⁴⁸ HQT-D-1, document 1, page 23

⁴⁹ IBID

Le RNCREQ s'est déjà prononcé à l'effet que le mécanisme proposé n'est pas un réel mécanisme de tarification incitative et de ce fait ne répond pas aux objectifs du projet de loi et selon le RNCREQ, il ne devrait pas être approuvé par le Régie.⁵⁰

Si la Régie accepte la proposition des Demandeurs, le RNCREQ recommande que cette acceptation soit temporaire, le temps d'étudier et d'adopter un vrai mécanisme incitatif

Toutefois, le RNCREQ recommande que l'écart soit retourné en part égale aux Demandeurs, aux consommateurs (notamment) aux faibles revenus) et dans des programmes d'efficacité énergétique .

En outre, le RNCREQ propose que le mécanisme s'applique uniquement aux écarts de rendement qui résulteraient d'activités sur lesquelles les Demandeurs ont un contrôle. En effet, étant donné que l'objectif du mécanisme est d'inciter les Demandeurs à réaliser des gains d'efficacité, il n'apparaît pas équitable au RNCREQ qu'ils bénéficient d'un écart de rendement qui résulterait d'activités sur lesquelles ils n'exercent pas de contrôle et qui ne constituent pas un gain d'efficacité de leur part.

À cet effet, à une demande de renseignement du RNCREQ, les Demandeurs précisent que pour le Transporteur des gains d'efficacité peuvent être réalisés aux charges nettes d'exploitation ainsi qu'aux investissements et que pour le Distributeur les gains d'efficacité sont principalement générés au niveau de ses charges d'exploitation.⁵¹

⁵⁰ C-RNCREQ-0008

⁵¹ HQT-5, document 8, page 25

11. CONCLUSIONS

La présente section est un rappel des principales conclusions et recommandations.

Autres comparaison de taux de rendement

Le RNCREQ considère que le taux de rendement autorisé par la Régie est satisfaisant par rapport au taux de rendement obtenu sur le marché. Plutôt que de constater que les taux de rendement autorisés par la Régie ont été trop faibles, il faut se demander si les organismes de réglementation des entreprises de comparaison ont autorisé des rendements trop élevés.

Selon la méthodologie retenue par la Régie, le taux de rendement est basé sur le risque auquel le Transporteur et le Distributeur est confronté, et il n'y a pas de preuve à l'effet que le niveau de ces deux entreprises ait évolué depuis 2004. L'évolution du taux de rendement autorisé est donc fonction du taux sans risque, qui lui évolue selon le marché des capitaux et le contexte économique général.

Entreprises canadiennes et américaines de comparaison

Le RNCREQ, en accord avec le Consultant, considère que les entreprises canadiennes retenues ne constituent pas un bon groupe de comparaison.

Le RNCREQ considère que les entreprises américaines de comparaison se distinguent du Transporteur et du Distributeur par le fait qu'elles ont des activités de production réglementées. De plus, il apparaît que ces entreprises ont principalement des activités de distribution d'électricité.

Taux de rendement identique pour HQT et HQD

À défaut de présenter une preuve qui démontre qu'il y a eu des modifications dans les activités du Transporteur et du Distributeur depuis la décision D-2003-93, et que ces modifications justifient de conclure que les

deux entités ont maintenant un niveau de risque global identique, le RNCREQ recommande que le taux de rendement sur les capitaux propres du Distributeur demeure légèrement supérieur à celui du Transporteur.

Utilisation de données canadiennes ou américaines

Le RNCREQ considère que les conclusions du Consultant ne sont pas suffisantes pour modifier les décisions antérieures de la Régie concernant l'utilisation des données canadiennes et américaines. L'intervenant constate en effet qu'il y a des différences importantes entre les valeurs canadiennes et américaines notamment pour la prime de risque de marché⁵², la valeur du coefficient bêta⁵³, et l'estimation du PIB nominal.⁵⁴ Les activités des Demandeurs se déroulent dans l'environnement économique canadien et celui-ci n'est pas identique à l'environnement économique américain, même s'il y a des similitudes.

Selon le RNCREQ, en continuité avec les décisions antérieures de la Régie, l'évaluation du taux de rendement selon la méthode MÉAF doit être basée sur une pondération des valeurs canadiennes et américaines.

Frais d'émission

Le RNCREQ recommande, en cohérence avec la décision D-2003-93, de ne pas faire d'ajustement pour des frais d'émission dans la détermination du taux de rendement sur les capitaux propres du Transporteur et du Distributeur.

Ajustement pour autres modèles

Selon le RNCREQ, la façon de faire proposée par les Demandeurs revient en pratique à retenir le modèle AFM pour la détermination du taux de

⁵² HQT-D-2, document 1, version française, page 78

⁵³ HQT-D-2, document 1, version anglaise, Exhibit JMC-6, Schedule 1

⁵⁴ HQT-D-2, document 1, version française, page 113

rendement. Il considère que les résultats du modèle AFM doivent servir à compléter l'appréciation de la Régie et non à se substituer aux résultats du modèle MÉAF.

La proposition du Transporteur et du Distributeur de retenir les valeurs plus élevées du modèle AFM et d'ajuster le modèle MÉAF pour obtenir les mêmes résultats revient à attribuer au Transporteur et au Distributeur un niveau de risque beaucoup plus élevé que celui reconnu par la Régie.

Le RNCREQ recommande à la Régie de ne pas retenir la proposition des Demandeurs mais plutôt de conserver la méthodologie déjà approuvée et utilisée depuis plusieurs années.

Impact de la proposition de HQ sur le tarif de HQT et de HQD

Selon le RNCREQ, la hausse du taux de rendement demandée par le Transporteur et par le Distributeur provoque un impact important sur les revenus requis de chacun, ce qui se répercutera nécessairement sur les tarifs.

Si la demande du Transporteur et du Distributeur était acceptée par la Régie, étant donné l'ampleur de l'impact de la hausse sur les tarifs, le RNCREQ recommande à la Régie d'atténuer cet impact en répartissant la hausse sur plusieurs années. Cela permettrait aux clients de prendre des mesures d'économie d'énergie ou d'augmenter leur efficacité quant à leur consommation.

Mécanisme de traitement des écarts de rendement (MTÉR)

Pour le RNCREQ, le mécanisme proposé n'est pas un réel mécanisme de tarification incitative et de ce fait ne répond pas aux objectifs du projet de loi. Selon lui, il ne devrait pas être approuvé par la Régie

Si la Régie accepte la proposition des Demandeurs, le RNCREQ recommande que cette acceptation soit temporaire, le temps d'étudier et d'adopter un vrai mécanisme incitatif

Toutefois, le RNCREQ recommande que l'écart soit retourné en part égale aux Demandeurs, aux consommateurs (notamment) aux faibles revenus) et dans des programmes d'efficacité énergétique .

En outre, le RNCREQ propose que le mécanisme s'applique uniquement aux écarts de rendement qui résulteraient d'activités sur lesquelles les Demandeurs ont un contrôle.