

Régie de l'énergie du Québec

R-3884-2014 Phase 2

Demande de Gazifère Inc. relative à la fermeture réglementaire des livres pour la période du 1er janvier au 31 décembre 2013, à l'approbation du plan d'approvisionnement pour l'exercice 2015 et à la modification des tarifs à compter du 1er janvier 2015.

Commentaires de l'ACEF de l'Outaouais

Préparés par:
Myriam Gagnon-Vézina

Pour :
ACEF de l'Outaouais
109, rue Wright
Gatineau (Québec)
J8X 2G7

Le 9 juin 2014

Taux de rendement

Le taux de rendement accordé à Gazifère est fixé en fonction d'une formule qui tient compte du taux de rendement d'un investissement sans risque, soit celui des obligations du gouvernement du Canada de 30 ans. En matière d'investissement, un investisseur acceptera de courir un risque plus grand de perdre une partie de son capital si le taux de rendement espéré est plus élevé que pour un investissement moins risqué (Stiglitz, p. 383 à 385)¹. Ainsi, un investisseur s'attend à un rendement plus grand lorsqu'il investit dans des actions que lorsqu'il investit dans des obligations d'épargne gouvernementales.

Les différentes voies où investir de l'argent étant en concurrence les unes par rapport aux autres, si par exemple le taux de rendement offert par les obligations du gouvernement du Canada venait à diminuer, les investisseurs seraient prêts à accepter un taux de rendement moindre de la part de leurs placements en actions. C'est aussi ce qu'implique la formule de taux de rendement accordé à Gazifère. Notons par ailleurs que l'investissement dans un distributeur de gaz est un des placements en actions les plus sécuritaires, étant donné que la clientèle est relativement captive et que les revenus sont relativement prévisibles.

Afin de mieux pouvoir comparer les rendements offerts par les obligations du Canada 30 ans et l'avoir de Gazifère au cours de la dernière décennie, nous avons soustrait l'inflation de ces rendements. Il s'agit donc de rendements réels, qui représentent plus justement la réalité et fournissent une meilleure base de comparaison entre les deux taux.

¹ Stiglitz, Joseph E., 2004, *Principes d'économie moderne*, 2^e ed., Bruxelles, Éditions De Boeck Université ;

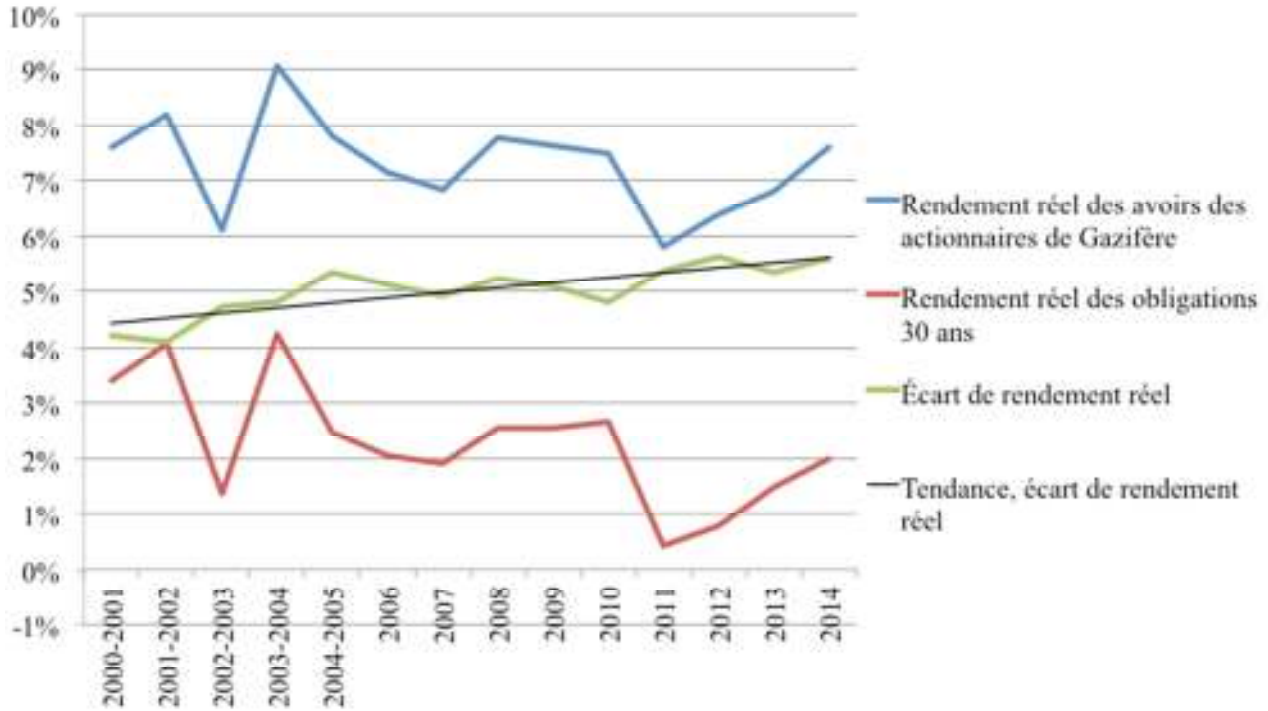
Tableau 1. Taux rendement réel des avoirs des actionnaires de Gazifère

	Rendement réel des avoirs des actionnaires de Gazifère	Rendement réel des obligations 30 ans²	Écart de rendement réel³
2000-2001	7,61%	3,39%	4,22%
2001-2002	8,18%	4,08%	4,10%
2002-2003	6,10%	1,38%	4,72%
2003-2004	9,06%	4,24%	4,82%
2004-2005	7,80%	2,47%	5,33%
2006	7,14%	2,03%	5,11%
2007	6,84%	1,91%	4,93%
2008	7,78%	2,56%	5,22%
2009	7,62%	2,54%	5,08%
2010	7,49%	2,67%	4,82%
2011	5,80%	0,42%	5,38%
2012	6,39%	0,77%	5,62%
2013	6,82%	1,49%	5,33%
2014	7,60%	2,00%	5,60%

² Banque du Canada, le bureau des données et statistiques, « Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien – à long terme », http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/selected_historical_page15.pdf, consulté le 4 juin 2014;

³ Banque du Canada, le bureau des données et statistiques, « L'indice des prix à la consommation depuis 2000 », <http://www.banqueducanada.ca/taux/indices-des-prix/ipc/>, consulté le 4 juin 2014;

Figure 1. Taux rendement réel des avoires des actionnaires de Gazifère



On observe dans le Tableau 1 et la Figure 1 que l'écart entre les deux taux de rendement a augmenté constamment depuis 2000-2001. Comme la variation du rendement des obligations du Canada compte pour 75 % du résultat de la formule d'ajustement automatique du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire, la corrélation entre les deux taux est évidente et attendue. Cependant, l'accroissement de l'écart du rendement réel au cours de la période (mesuré en points de pourcentage) survient alors que le rendement réel des obligations atteint un plancher, dans la foulée de la dépression économique de 2008. Il semble y avoir une résistance à diminuer davantage le taux de rendement des actionnaires de Gazifère, alors que la bourse canadienne a offert des taux de rendement annuels réels entre 2000-2009 à 3,5% et 2010-2012 à 2,7%⁴.

⁴ Desjardins, Études économiques, « Rendement des grandes classes d'actifs à long terme : Après une décennie perdue, la Bourse semble offrir de meilleures perspectives », http://www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv130925.pdf publié le 25 septembre 2013; consulté le 8 juin 2014;

Formule d'ajustement automatique

Dans sa décision D-2010-147, la Régie soulignait (D-2013-102, p.10) qu'« il existe trois critères qui ont été historiquement reconnus par les régulateurs comme fondant la norme du rendement raisonnable. Ces critères sont l'investissement comparable, l'intégrité financière et l'attraction des capitaux. »

L'intégrité financière de Gazifère n'apparaît pas du tout à risque. Les excédents de rendement des deux dernières années (279 181 \$ et 270 218 \$) démontrent la bonne santé financière du Distributeur (D-2013-102, p.7 et R-3884-2014, phase 2, B-0062 p. 2). Aussi, « Gazifère est une société de distribution de gaz naturel affiliée à Enbridge Gas Distribution de l'Ontario, et filiale d'Enbridge Inc. »⁵ dont la valeur des actifs à la fin de 2013 s'élève à plus de 57 milliards de dollars⁶. De par ses excédents de rendement récents et de par la valeur de sa société mère, Gazifère nous semble posséder de solides assises financières.

En matière d'attraction de capitaux, Gazifère ne mentionne nulle part avoir quelque problème que ce soit. Gazifère est une entité marginale à l'intérieur d'Enbridge Inc., de sorte que cette dernière ne devrait avoir aucun problème à financer tout projet mis en marche par Gazifère. L'ACEFO considère que la formule d'ajustement automatique calculant un taux de 8,43 % assure un taux de rendement sur l'avoir des actionnaires très concurrentiel dans les circonstances économiques actuelles considérant le faible niveau de risque de ses activités.

Néanmoins, l'ACEFO reconnaît que Gazifère doit offrir un taux de rendement comparable aux industries similaires. En raison de la place importante des principes d'équité et d'uniformité dans les instances juridiques et considérant la suspension de la formule d'ajustement automatique du taux de rendement autorisé sur l'avoir des actionnaires par Gaz Métro (D-2013-036, R-3809-2012, phase 2 ; D-2013-085, R-3837-2013, phase 1) ainsi que l'approbation, par la Régie, pour Hydro-Québec (Distributeur et Transporteur), d'un taux de rendement des capitaux propres de

⁵ Gazifère – Le réseau de distribution. http://www.gazifere.com/gazifere_reseau_distribution.php
page consultée le 5 juin 2014;

⁶ Enbridge Inc. Rapport annuel 2013
http://www.enbridge.com/~/_/media/www/Site%20Documents/Investor%20Relations/2013/2013_ENB-AR-FR.pdf
page consultée le 5 juin 2014 ;

8.2% applicable à compter du 1^{er} janvier 2014 (D-2014-034, R-3842-2013), l'ACEFO convient que malgré l'absence de justifications concrètes et satisfaisantes de la part de Gazifère, la Régie pourrait, si elle ne retient pas un taux de 8,43%, suspendre la formule.

Détermination du taux de rendement

L'ACEFO a examiné pour la dernière décennie l'augmentation de l'écart entre les taux de rendement réel de Gazifère et des obligations d'épargne du Canada à long terme. Nous avons observé une augmentation significative du taux de rendement réel au cours des dernières années malgré la grande récession et la reprise économique anémique (voir figure 1). Dans ce contexte, il nous apparaît nécessaire que Gazifère justifie cette demande d'un taux de rendement de l'avoir des actionnaires supérieur à celui de Gaz Métro. En effet, le Distributeur n'a apporté aucune justification autre qu'il s'agissait du taux qui lui avait été auparavant accordé. L'ACEFO considère non justifiée la demande de Gazifère à l'effet d'autoriser un taux de rendement de 9,10 %. L'ACEFO recommande, au plus, un taux équivalent à celui accordé à Gaz Métro, soit 8,9 % (D-2013-036; D-2013-085).

Il appert que Gazifère ne semble plus satisfaite par la formule d'ajustement automatique. Bien que la Régie puisse faire preuve de flexibilité à l'égard de l'application de la formule d'ajustement automatique afin de réagir aux aléas de la situation économique, c'est la troisième année consécutive que Gazifère demande la suspension de la FAA. Il appert qu'il est temps d'enclencher un processus formel de révision de la formule d'ajustement des avoirs des actionnaires afin de maintenir la FAA, qui demeure, à notre avis, un processus simple et rigoureux, , équitable pour les actionnaires et les clients.

Conclusions

Ainsi, en réponse aux deux enjeux identifiés par la Régie (D-2014-091, R-3884-2014 Phase 2, p.5) :

- L'ACEFO recommande l'adoption du taux de rendement de 8,43 %, soit celui résultant de l'application de la formule d'ajustement automatique du taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère;
- Dans l'alternative, l'ACEFO constate que l'unique raison d'autoriser la suspension de l'application de la formule d'ajustement automatique du taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire de Gazifère pour l'année témoin 2015 est l'équité avec le traitement de Gaz Métro (D-2013-036 ; D-2013-085);

L'ACEFO juge non justifiée la reconduction, aux fins de l'établissement des tarifs 2015 de Gazifère, du taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire fixé en 2014, soit 9,10 %. L'ACEFO ne recommande pas à la reconduction du taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de 9,10% ;

L'ACEFO suggère l'adoption d'un taux se situant entre 8,43% et 8,9 % afin que le rendement offert à Gazifère, une filiale d'Enbridge Inc., soit comparable aux autres industries du secteur.

Finalement, l'ACEFO considère que Gazifère devrait déposer une demande formelle de révision de la formule d'ajustement des avoirs des actionnaires dans l'éventualité où elle ne serait pas satisfaite des résultats l'an prochain.