

CANADA

PROVINCE DE QUÉBEC
DISTRICT DE MONTRÉAL

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

No : R-4156-2021 – Phase 2

ÉNERGIR, S.E.C.

(ci-après « **Énergir** »)

Gazifère inc.

(ci-après « **Gazifère** »)

Intragaz, s.e.c.

(ci-après « **Intragaz** »)

ci-après collectivement désignées les
« **Demandresses** »

PLAIDOIRIES ÉCRITES DES DEMANDERESSES
(Suivant l'audition au fond, Phase 2)

Table des matières

I.	SOMMAIRE EXÉCUTIF	1
II.	INTRODUCTION	2
III.	FAITS ET CONTEXTE PROCÉDURAL	3
	A) PHASE 1 DU DOSSIER	3
	B) PHASE 2 DU DOSSIER	4
IV.	EXERCICE DONT EST SAISIE LA RÉGIE	7
V.	DROIT APPLICABLE	12
	A) <i>LOI SUR LA RÉGIE DE L'ÉNERGIE</i>	12
	B) JURISPRUDENCE	13
VI.	ANALYSE	16
	A) TAUX DE RENDEMENT	16
	1) Méthodologie pour la détermination du taux de rendement	19
	2) Le calcul d'un taux de rendement raisonnable	21

a)	MÉAF	21
b)	Intrants du MÉAF	22
i)	Taux sans risque (R_f)	22
ii)	Prime de risque de marché ($R_m - R_f$)	24
iii)	Le bêta : le risque relatif du distributeur repère	29
iv)	Critique des bêtas ajustés	34
v)	Les méthodes de vérification et d'ajustement des résultats	36
c)	AFM	40
3)	L'utilisation d'un échantillon comparable	42
4)	Synthèse de l'ensemble des résultats et recommandations relatives aux taux de rendement	44
5)	Commentaire sur la décision du NBEUB du 29 octobre 2021	46
B)	RISQUES D'AFFAIRES	47
1)	Définition et méthodologie	47
a)	Évaluation quantitative du risque	50
2)	Horizon temporel du risque	52
3)	L'approche préconisée par les Intervenants pour l'évaluation du risque d'affaires ne respecte pas les principes réglementaires applicables	55
b)	Les taux de rendement atteints ou dépassés ne sont pas pertinents	55
c)	La mitigation des risques et le critère de prudence	58
i)	Mitigation des risques	58
ii)	Le concept de prudence	61
4)	Rapport Aviseo	66
5)	Risques principaux retenus par le Dr Brown	68
a)	Le distributeur repère	68
b)	Le risque d'affaires d'Énergir	69
i)	La concurrence avec l'électricité	69
ii)	Les politiques publiques	71
iii)	Les risques non retenus	74
c)	Le risque d'affaires de Gazifère	75
d)	Le risque d'affaires d'Intragaz	76
C)	STRUCTURES DE CAPITAL	77
1)	Les actions privilégiées d'Énergir	82
2)	La structure de capital d'Intragaz	85
3)	Le Dr Booth fait fi du principe de l'isolement	86
D)	RECOMMANDATIONS DES EXPERTS	88
E)	L'ORDONNANCE DE CONFIDENTIALITÉ DEMANDÉE	90
1)	Cadre juridique	90
2)	Les informations confidentielles provenant des bases de données des experts	91
3)	La confidentialité des honoraires des avocats des Demanderesses	91
VII.	CONCLUSIONS	92

**SUIVANT LA PRÉSENTATION DE LA PREUVE DEVANT LA RÉGIE DE
L'ÉNERGIE POUR LA PHASE 2 DU PRÉSENT DOSSIER, LES DEMANDERESSES
SOUMETTENT RESPECTUEUSEMENT :**

I. SOMMAIRE EXÉCUTIF

1. La détermination des taux de rendement et structures de capital par la Régie, avec preuve d'experts, remonte à un peu plus de dix ans. Dans le cadre de la présente instance, les parties ont soumis une preuve volumineuse qui appelle à un exercice de pondération délicat et à l'évaluation de la crédibilité des méthodes de plusieurs experts. Le tout, dans des circonstances économiques changeantes, de pandémie, de tensions géopolitiques, de forte inflation et de hausse marquée des taux d'intérêt.
2. La détermination d'un taux de rendement raisonnable est d'une importance certaine pour les Demanderesses, car il permet d'assurer : 1) que ces dernières offrent des opportunités d'investissements comparables à celles d'entreprises d'utilité publique réglementées aux caractéristiques semblables, 2) de préserver leur intégrité financière et 3) d'attirer des capitaux.
3. Plusieurs éléments d'importance se sont dégagés de la preuve en ce qui a trait aux taux de rendement :
 - i. Les investisseurs d'entités réglementées recherchent la prévisibilité et la raisonnable.
 - ii. Une analyse méthodique et détaillée appelle à l'utilisation de plusieurs méthodes pour déterminer le taux de rendement.
 - iii. La Régie doit prendre en compte des données provenant des marchés canadien et étatsunien, étant donné leur intégration. Il existe une quantité limitée d'entreprises canadiennes de services publics comparables.
 - iv. L'utilisation de bêtas calculés à partir de données hebdomadaires sur une période de 3-5 ans augmente la fiabilité des résultats. Les bêtas ajustés selon la méthode Blume reflètent mieux les futurs bêtas. L'utilisation des bêtas ajustés par les grandes maisons spécialisées est raisonnable.
 - v. Le MÉEAF et l'ajustement Hamada permettent une validation efficace des résultats du MÉAF, et un ajustement pour mieux refléter le contexte dans lequel opèrent les Demanderesses.
 - vi. Les échantillons d'entités réglementées canadienne et étatsuniennes établis par la Dre Villadsen permettent une comparaison plus complète des résultats. Les Drs Brown et Hopkins confirment la pertinence des échantillons étatsuniens.
 - vii. Le Dr Brown conclut que le risque d'affaires global des demanderesses Énergir et Intragaz est supérieur à la moyenne du risque d'affaires des entités réglementées de l'échantillon auquel il se réfère (entités réglementées étatsuniennes ayant des activités liées au gaz naturel), alors que celui de Gazifère est plus élevé.

- viii. Les risques d'affaires les plus importants à considérer sont la compétitivité de l'hydroélectricité et les initiatives de réglementation grandissantes mise en place pour diminuer les gaz à effets de serre du secteur de l'énergie.
 - ix. Le Dr Booth n'a pas démontré qu'il offrait à la Régie des résultats rigoureux et actuels. Son approche statique à l'égard du taux de rendement fait fi des circonstances particulières dans lesquelles opèrent les Demanderesses.
4. La Régie est appelée à confirmer les structures de capital proposées par l'experte Villadsen, à savoir : 43% d'avoir ordinaire pour Énergir et Intragaz, et 45% d'avoir ordinaire pour Gazifère. Le taux de rendement devrait, pour toutes, être de 10%, mais avec une prime de 50 points de base pour Intragaz.
5. La Régie a l'occasion de limiter la complexité réglementaire en omettant d'ordonner des actions privilégiées dans les structures de capital présumées.
6. Pour atteindre le niveau d'endettement recommandé par la Dre Villadsen pour la structure de capital d'Intragaz, le taux de rendement de l'entreprise doit être établi sur une période de 10 ans, ce qui lui permettra d'assurer l'obtention du financement qui lui est nécessaire pour sa prochaine période tarifaire allant de 2023 à 2032.
7. La Régie est appelée à rendre sa décision en respectant les principes réglementaires canadiens largement reconnus, notamment celui de l'indépendance de l'entreprise réglementée (ou *stand alone*)

II. INTRODUCTION

8. Suivant une demande de la Régie de l'énergie (« **Régie** ») de revoir leurs taux de rendement, les Demanderesses ont soumis une *Demande conjointe relative à la fixation de taux de rendement et de structures de capital* (« **Demande conjointe** ») sur la base de preuve d'experts, dans le cadre d'un dossier qui pouvait être générique et pour une application postérieure à l'année tarifaire 2021-2022.
9. Dans un contexte de turbulence des marchés financiers, de pandémie, de tensions géopolitiques internationales et de hausses importantes des taux d'intérêt, la Régie est appelée à rendre une décision sur les taux de rendement et structures de capital des Demanderesses qui en tiendra compte.
10. Après une dizaine d'années sans s'être prononcée sur les taux de rendement et structures de capital des Demanderesses dans le cadre d'un dossier avec preuves d'experts, la Régie est appelée à revoir l'environnement d'affaires dans lequel s'inscrivent les activités réglementées des Demanderesses et à peaufiner l'approche qui permet d'établir le taux de rendement raisonnable.
11. Les Demanderesses sont confrontées à de nouveaux défis qui ont un impact sur les perceptions de l'investisseur, dont une accélération importante de la mise en place de politiques publiques et environnementales visant à répondre au besoin grandissant de transition énergétique face à la crise climatique.

12. La Régie ne peut ignorer ce contexte et les pressions qu'exerce la transition énergétique sur les Demanderesses. Depuis une modification à la *Loi sur la Régie de l'énergie*¹ (« **LRÉ** ») en 2016, la Régie doit notamment, dans l'exercice de ses fonctions, assurer le respect des objectifs des politiques énergétiques du gouvernement.

13. Par leurs positions, les Intervenants semblent faire fi du contexte dans lequel s'inscrit la Demande conjointe des Demanderesses. De plus, ils reprochent aux Demanderesses de ne pas avoir quantifié des éléments difficilement quantifiables, voire impossibles à quantifier sur un horizon de long terme, et omettent eux-mêmes d'éclairer le tribunal sur les éléments requis pour soutenir les propositions de leurs experts.

14. Suivant un bref aperçu des faits et du contexte procédural, les Demanderesses feront un rappel des principes de droit applicables à l'instance et présenteront leurs positions sur 1) la détermination du taux de rendement (incluant l'évaluation des risques d'affaires) et 2) des structures de capital, à la lumière de la preuve au dossier.

III. FAITS ET CONTEXTE PROCÉDURAL

A) PHASE 1 DU DOSSIER

15. Par le passé, la Régie a traité dans une même instance la fixation des tarifs et du taux de rendement des Demanderesses, et ce de façon individuelle pour chacune d'elles.

16. Dans une décision rendue le 4 novembre 2020, la Régie a indiqué qu'elle entendait revoir le taux de rendement, avec preuve d'experts, possiblement dans le cadre d'un dossier regroupant plusieurs entreprises similaires sous sa juridiction pour une application postérieure à l'année tarifaire 2021-2022.

- D-2020-145, p.92, para 377
- Les derniers propos de la Régie sur les taux de rendement de Gazifère et d'Intragaz ont été tenus dans les décisions : D-2020-104 et D-2013-081.

17. Les Demanderesses ont déposé le 16 avril 2021 leur Demande conjointe pour la phase 1 de l'instance afin d'être autorisées à traiter de manière conjointe leurs demandes respectives, à engager les dépenses nécessaires à la préparation du dossier et à procéder à la création de comptes de frais reportés (« **CFR** ») pour comptabiliser leurs dépenses.

18. La structure de capital présumée d'Énergir est présentement composée de 54% de dette et de 38,5% d'actions ordinaires et de 7,5% d'actions privilégiées. Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire est fixé à 8,9% jusqu'au 30 septembre 2022.

- D-2019-141, p. 20.
- D-2020-145, para 377.

¹ RLRQ c R-6.01.

19. La structure de capital présumée de Gazifère est présentement composée de 60% de dette et de 40% d'équité. Le taux de rendement de Gazifère sur l'avoir de l'actionnaire est actuellement fixé à 9,10%.

- D-2020-104, para 77.
- D-2021-087, para 147.

20. La structure de capital présumée d'Intragaz est présentement composée de 54% de dette et de 46% d'équité. Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire pour la période allant du 1^{er} mai 2013 au 30 avril 2023 est fixé à 8,50%.

- Dossiers R-3807-2012 et R-3811-2012.
- D-2013-081, p. 42.

21. L'ACIG, l'AHQ-ARQ, la FCEI et OC ont déposé leur demande d'intervention et leurs commentaires sur les sujets de la phase 1, le 1^{er} juin 2021. Leur statut d'Intervenants a été autorisé dans une décision datée du 30 juin 2021.

- C-ACIG-0002.
- C-AHQ-ARQ-0001.
- C-FCEI-0002.
- C-OC-0003.
- D-2021-083.

22. Dans cette même décision, la Régie a autorisé le traitement conjoint des demandes des Demanderesses relatives à la détermination de leurs taux de rendement et structures de capital. La Régie a également autorisé la création d'un CFR pour chaque Demanderesse.

B) PHASE 2 DU DOSSIER

23. Le 5 novembre 2021, les Demanderesses ont déposé leur Demande conjointe pour la phase 2 de l'instance. Dans cette procédure, les Demanderesses soumettent les demandes suivantes à la Régie.

- Pièce B-0011.

Demandes principales des Demanderesses

24. Énergir demande à la Régie d'établir son taux de rendement raisonnable à 10% sur son avoir ordinaire applicable à une structure de capital présumée composée de 57% de dette et de 43% d'avoir ordinaire conformément à la recommandation de la Dre Villadsen, pour une application à l'année tarifaire 2022-2023, débutant le 1^{er} octobre 2022.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, figure 3, p. 6.
- Demande conjointe relative à la fixation d'un taux de rendement et de structure de capital – Phase 2 – modifiée, B-0331.

25. Gazifère demande à la Régie de déterminer son taux de rendement raisonnable à 10% sur l'avoir ordinaire, lequel a été établi en tenant compte d'une structure de capital présumée composée

de 55% de dette et de 45% d'avoir ordinaire conformément à la recommandation de la Dre Villadsen, et ce, pour une application à l'année tarifaire 2023, débutant le 1^{er} janvier 2023.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, figure 3, p. 6.
- Demande conjointe relative à la fixation d'un taux de rendement et de structure de capital – Phase 2 – modifiée, B-0331.

26. Intragaz demande à la Régie de déterminer son taux de rendement raisonnable à 10% de base sur l'avoir ordinaire, lequel a été établi en tenant compte d'une structure de capital présumée composée de 57% de dette et de 43% d'avoir ordinaire, conformément à la recommandation de la Dre Villadsen, et ce, pour une application à compter du 1^{er} mai 2023.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, figure 3, p. 6.
- Demande conjointe relative à la fixation d'un taux de rendement et de structure de capital – Phase 2 – modifiée, B-0331.

27. Intragaz demande également que la Régie approuve l'ajout d'une prime d'échéance de 50 points de base sur le taux de rendement de 10%, qui lui permettra d'avoir un taux de rendement raisonnable pour la période tarifaire propre à l'entreprise, soit une période de 10 ans, les risques financiers, économiques et commerciaux étant susceptibles d'évoluer pendant cette période, le tout conformément à la recommandation de la Dre Villadsen.

28. Subsidiairement, si la Régie décide de ne pas accorder une prime d'échéance à Intragaz, celle-ci demande à la Régie, conformément à la recommandation de la Dre Villadsen, de lier le taux de rendement d'Intragaz à celui d'Énergir, de sorte que si le taux de rendement d'Énergir varie d'un certain nombre de points de base pendant la période tarifaire de 10 ans propre à Intragaz, le taux de rendement d'Intragaz change de manière équivalente.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 89 (lignes 7-9).
- Réponse à la DDR No 1 de la Régie sur la demande conjointe (à l'attention de la Dr Bente Villadsen), B-0143, Réponse 18.5.

Les rapports au soutien de la Demande

29. Les Demanderesses déposent également le 5 novembre 2021, au soutien de leur Demande conjointe, le rapport de la firme de consultation Aviseo Conseil (« **Rapport Aviseo** ») daté du 29 septembre 2021 concernant l'évolution des risques d'affaires des gazières dans l'établissement du taux de rendement raisonnable.

- Étude portant sur les risques d'affaires des gazières au Québec, Aviseo, B-0028.

30. Le Rapport Aviseo identifie et compare cinq catégories de risques d'affaires pertinents pour les opérations des Demanderesses dans une perspective propre à chacune d'entre elles, soit :

- i. Les politiques publiques et environnementales
- ii. La composition de la clientèle;
- iii. Le contexte énergétique québécois;
- iv. La taille des gazières; et

v. Les partenaires d'affaires.

31. Les détails sur chacun de ces risques seront développés davantage ci-après (section VI. B).

32. À l'égard d'Énergir, le Rapport Aviseo conclut que les politiques environnementales et publiques, la composition de la clientèle, le contexte énergétique et les partenaires d'affaires ont haussé les risques d'affaires des Demanderesses pour la prochaine décennie alors que sa taille indique un risque similaire.

33. Par rapport à Gazifère, l'évolution des risques d'affaires de toutes les catégories suivent une tendance à la hausse.

34. Par rapport à Intragaz, qui a comme seule cliente Énergir, les politiques environnementales et publiques ainsi que le contexte énergétique indiquent une hausse des risques d'affaires, alors que les autres risques restent similaires pour la prochaine décennie. Les risques d'affaires affectant Intragaz sont exacerbés de manière générale par sa petite taille.

35. Le deuxième rapport est une expertise du Dr Brown, sous forme d'un *Direct Testimony*, qui évalue les risques d'affaires auxquels font face les Demanderesses et les compare à ceux d'un échantillon d'entreprises d'utilité publique réglementées (« entités réglementées ») comparables et identifiées par la Dre Villadsen.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027.

36. Le Dr Brown confirme que l'échantillon des distributeurs de gaz étatsuniens proposé par la Dre Villadsen est approprié et représentatif, et compare le risque d'affaires des Demanderesses, de façon individuelle, par rapport au risque d'affaires de l'échantillon.

37. Le Dr Brown conclut que le risque d'affaires des demanderesses Énergir et Intragaz est supérieur à la moyenne du risque d'affaires des entités réglementées de l'échantillon auquel il se réfère (entités réglementées étatsuniennes ayant des activités liées au gaz naturel). Celui de Gazifère est plus élevé, notamment en raison de la plus grande incertitude pour recouvrer, à long terme, le capital investi. Les risques d'affaires retenus par le Dr Brown sont principalement liés aux politiques publiques et environnementales et à l'attractivité du marché pour l'hydroélectricité.

38. Il détermine que le risque d'affaires de Gazifère est supérieur à celui d'Énergir puisqu'elle a une taille moins importante et que sa clientèle est composée en plus grandes proportions de ménages. Il conclut aussi que le risque d'Intragaz est le même que celui d'Énergir puisque cette dernière est sa seule cliente.

39. Finalement, la Dre Villadsen présente un rapport d'expertise sous forme de *Direct Testimony* dans lequel elle traite des taux de rendement et structures de capital, par le biais d'une analyse portant sur une panoplie de données et appliquant plusieurs méthodes reconnues.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015.

40. Elle considère les données canadiennes et étatsuniennes d'échantillons d'entités règlementées similaires, tout comme l'analyse du risque d'affaires du Dr Brown. Elle calcule l'impact des structures de capital présumées sur le rendement. La Dre Villadsen émet finalement

des recommandations qu'elle juge satisfaisantes afin que les Demanderesses offrent des investissements comparables, puissent attirer des capitaux et être intègres financièrement.

Suite de l'instance et positions des Intervenants

41. Le 25 janvier 2022, la Régie rend une décision procédurale sur le cadre d'examen, les sujets d'intervention, les budgets de participation et le calendrier de traitement (D-2022-006, A-0015). De nombreuses DDR sont échangées entre le 23 mars et le 10 juin 2022.

42. Le 8 avril 2022, les Intervenants déposent des rapports d'expertise conjoints, soit les rapports du Dr Booth et du Dr Hopkins. Leur preuve est déposée plus tard, le 19 avril 2022.

- C-FCEI-0016.
- C-OC-0016.
- C-AHQ-ARQ-0014
- C-ACIG-0045.

43. Le rapport du Dr Booth traite des changements aux risques d'affaires, du taux de rendement et de la structure de capital. Pour sa part, le rapport du Dr Hopkins concerne le risque d'affaires et la transition énergétique.

44. À la lumière des recommandations de leurs experts, les Intervenants demandent à la Régie de fixer le taux de rendement sur l'avoir ordinaire d'Énergir et d'Intragaz, à 7,5 %, soit un taux de rendement significativement inférieur à ceux en place actuellement, soit 8,9% et 8,5%, respectivement, fondé sur une structure de capital inchangée.

45. Ils demandent pour Gazifère d'établir le taux de rendement à 7,65%, un taux de rendement également largement inférieur au rendement actuel de 9,10%, avec une structure de capital inchangée.

46. Enfin, ils demandent à la Régie de revoir le taux de rendement et la structure de capital dans le cadre d'une nouvelle audience dans 3 ans.

- Présentation du Dr Booth, C-ACIG-0087, diapositive No 4.
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p.3 et 97.

47. Le 10 juin 2022, les Demanderesses déposent une Demande conjointe amendée, principalement pour mettre à jour leur demande d'ordonnance de confidentialité.

48. Finalement, l'audition de la phase 2 se déroule devant la Régie du 13 au 21 juin 2022.

IV. EXERCICE DONT EST SAISIE LA RÉGIE

49. Pour déterminer les taux de rendement et les structures de capital des Demanderesses, la Régie doit procéder à un examen de l'ensemble de la preuve au dossier afin d'en évaluer l'admissibilité, si requis, et ainsi que sa valeur probante. Elle doit apprécier la crédibilité des témoins, retenir les éléments de preuve prépondérants et ultimement, juger du bien-fondé des arguments des parties.

50. La preuve des experts constitue une portion importante d'un dossier de taux de rendement et de structure de capital, et la Régie est appelée à en apprécier la qualité. La Régie a déjà exprimé clairement que le rôle de l'expert était de l'éclairer et de l'aider « à rendre la meilleure décision ».

Rôle du témoin expert

Le rôle du témoin expert est d'éclairer la Régie et de l'aider à évaluer la preuve qui relève de l'expertise que la Régie lui reconnaît. Il doit ainsi présenter à la Régie une position indépendance et objective susceptible de l'aider à rendre la meilleure décision.

- *Attentes de la Régie de l'énergie relatives au rôle des témoins experts* (18 juillet 2011), Point D.
- Voir aussi *Code de procédure civile*, RLRQ c C-25.01, art. 22.

51. L'expert doit être rigoureux. Les Demanderesses soumettent que la rigueur exige d'utiliser la meilleure information possible, ce qui comprend des données à jour, provenant de sources fiables, et complètes.

F. Attentes de la Régie à l'égard du témoin expert

La Régie d'attend à ce que le témoin expert respecte les exigences suivantes : [...] respect des normes scientifiques, professionnelles ou techniques actuelles les plus élevées possible [...]

- *Attentes de la Régie de l'énergie relatives au rôle des témoins experts* (18 juillet 2011), Point F.
- Voir aussi *Code de procédure civile*, RLRQ c C-25.01, art. 22.

52. Dans le cadre de l'instance, l'experte Villadsen utilise plusieurs méthodes afin de mettre de l'avant ses recommandations à la Régie pour assurer l'intégrité financière des Demanderesses et leur compétitivité auprès d'investisseurs (par ex : MÉAF, MEEAF, AFM, ajustement Hamada, plusieurs échantillons).

53. La Dre Villadsen adopte une approche méthodique et rigoureuse visant à vérifier, contre-vérifier et à comparer ses résultats. Ses recommandations sont appuyées par plusieurs analyses et scénarios concrets afin de prouver la fiabilité de ses recommandations.

54. La Régie a par le passé indiqué qu'il fallait tenir compte du résultat de plusieurs tests et méthodes aux fins d'établir le taux de rendement raisonnable, ce qui se reflète dans l'approche de la Dre Villadsen.

- D-96-31, p. 69.
- D-2007-116, p. 30.
- D-2009-156, para 290.

55. En ce qui a trait à la preuve des Intervenants, les Demanderesses soumettent que plusieurs éléments entachant la crédibilité et la fiabilité du témoignage du Dr Booth ont été démontrés. Par exemple, et tel qu'il sera précisé plus en détails ci-après, le Dr Booth :

a) Présente 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 leur intégration.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 195 (lignes 5-17):

Q. [368] But the underlying financial data changes, but it has no effect ever on your result. It remains at seven point five (7.5), no matter the interest rate, no matter the inflation, it will always come down, come up to seven point five (7.5) and that has been the case since two thousand and ten (2010), correct?

R. You can thank the Government of Canada, for that.

Q. [369] Okay, but the answer is yes?

R. The answer is yes, as long as, ever since nineteen ninety-six (1996), when the Government of Canada and the Bank of Canada agreed to a two percent (2%) target rate of inflation. [...]

b) Utilise des données qui ne sont pas nécessairement à jour, ou qui sont mises à jour de manière sélective. Le Dr Booth manque de rigueur dans la préparation de sa preuve, il considère qu'il n'est pas nécessaire de mettre à jour plusieurs données puisque de toute façon, cela ne changerait pas sa recommandation, qui est décidée d'avance.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 66-68.

c) Avance un bon nombre de prétentions soutenues par aucune source autre que sa propre opinion.

– Par exemple, c'est le cas lorsqu'il mentionne que le risque long terme est pertinent uniquement quand il y a de la preuve à l'effet que le rendement des actionnaires en serait affecté :

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 190 (ligne 25), p.191 (lignes 1-12).

– C'est également le cas lorsqu'il mentionne que l'utilisation de l'AFM est minimisée au sein de la communauté académique et des professionnels. La seule source citée à cet effet à la suite de la DDR de la Dre Villadsen est son propre livre :

- Réponse à la DDR No 1 de la Dre Villadsen (à l'attention du Dr Booth), C-ACIG-0064, réponse 10.1.

– C'est également le cas lorsqu'il mentionne que le standard académique est d'utiliser des données mensuelles pour le bêta sur une période de 5 ans

- Réponse à la DDR No 1 de la Dre Villadsen (à l'attention du Dr Booth), C-ACIG-0064, réponse 30.1.

- Tout comme c'est le cas lorsqu'il critique l'utilisation de taux de croissance à court terme par la Dre Villadsen, sans toutefois avoir vérifié son propos :

- Réponse à la DDR No 1 de la Dre Villadsen (à l'attention du Dr Booth), C-ACIG-0064, réponse 5.1.

- d) Refuse de tenir compte du principe réglementaire bien-établi de l'isolement (*stand alone*) et va jusqu'à s'écarter de son rôle d'expert en formulant des propositions juridiques, dont la Régie ne saurait tenir compte.

R. [...] I fully recognize legal responsibilities to treat Gazifère as a legal entity, but there is also piercing the corporate veil and responsibility to have fair and reasonable rates, which trumps, I think, the isolation or the stand-alone principle.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 184 (lignes 15-24).
 - Voir également : Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p.181 (lignes 8-14), p. 182 (lignes 9-15), p. 184 (ligne 25), p.185 (lignes 1-14).
- e) Considère l'impact juste et raisonnable sur les tarifs pour son analyse, bien que la Régie ait précisé plus tôt dans l'instance que cela ne doit pas intervenir dans la détermination des taux de rendement et structures de capital (D-2022-006 aux paras 47-50). La Régie ne devrait donc accorder aucune valeur probante à ces propos.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022 NS vol. 6, p. 55 (ligne 15) et 56 (lignes 1-3). Voir aussi p.183 (lignes 15-21) et 185 (lignes 19-23).

56. Dans le cadre de la décision par laquelle elle reconnaît le statut d'expert du Dr Hopkins, la Régie précise que, lors de son délibéré, elle peut apprécier la valeur probante de la preuve d'expert présentée devant elle.

- Décision sur voir-dire, 17 juin 2022, NS vol.5, p. 9- (lignes 21-25), p.10 (lignes 1-25), p.11 (lignes 1-24).

57. Les Demanderesses soumettent respectueusement que la Régie devrait accorder une faible valeur probante à la preuve présentée par le Dr Hopkins, pour les raisons qui suivent.

58. L'analyse des risques d'affaires des Demanderesses effectuée par le Dr Hopkins présente plusieurs lacunes, erreurs ou contradictions, incluant les suivantes, lesquelles affectent sa crédibilité et la valeur probante de la preuve qu'il présente :

- Le Dr Hopkins recommande de tenir compte exclusivement du risque d'affaires à court terme, déterminé selon la volatilité des taux pour établir le taux de rendement sur équité des Demanderesses, alors que pour déterminer un taux de rendement raisonnable, la Régie doit évaluer le risque d'affaires global (qui inclut les risques à court et long terme).

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p.80 (lignes 2-8), p.81 (lignes 12-25) et p. 82 (lignes 1-4).

- Le Dr Hopkins conclut que le risque lié à la transition énergétique est identique des deux côtés de la frontière canadienne et étatsunienne en ne se fondant sur aucune étude canadienne ou québécoise.
 - Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 111 (lignes 6-19), p. 115 (lignes 19-25) et p. 116 (lignes 6-13).
- Le Dr Hopkins conclut, malgré les défis additionnels occasionnés par la transition énergétique et les objectifs de décarbonation au Québec, que le risque d'affaires des Demanderesses est limité et ne devrait donc pas donner lieu à une augmentation du taux de rendement sur équité. Toutefois, en 2020, dans le cadre d'un rapport qu'il a chapeauté, lequel était destiné à la *State of New York Public Service Commission*, il affirme que la transition énergétique et les objectifs de décarbonation forcent les entreprises d'utilité publique à modifier leurs plans d'affaires pour s'adapter aux incertitudes créées par ce changement de paradigme, ce qui résulterait en une augmentation de leur risque d'affaires et conséquemment, à une augmentation du taux de rendement sur le capital investi.
 - Asa Hopkins et al. *Gas Regulation for a Decarbonized New York: Recommendations for Updating New York Gas Utility Regulation*, Synapse, (June 29, 2020), p. 36.
 - Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 126 (lignes 22-25) et p. 127 (lignes 1-9).
- Le Dr Hopkins analyse des graphiques présentant les taux de rendement réalisés, sans considérer si les mouvements dans les rendements réalisés sont corrélés avec les rendements du marché en général, de sorte que la volatilité ne puisse pas être diversifiée. Cette approche est erronée.
 - Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p.163 (lignes 8-17).
- Il recommande la réalisation, par les Demanderesses, de plans d'affaires détaillés visant l'identification et la mise en œuvre de mesures pour pallier aux effets de la transition énergétique avant que puisse être évalué le risque d'affaires à long terme, alors qu'il n'existe aucune obligation statutaire ou réglementaire qui impose une telle obligation aux Demanderesses en vue de la détermination du taux de rendement raisonnable.
 - Preuve écrite du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 4 (lignes 19-26), p.5 (lignes 1-8), p. 32 et p. 33 (Q/a 55, 56).
 - Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 72 (lignes 2-9).
 - Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 133 (lignes 3-7), p. 138 (lignes 12-25) et p. 139 (lignes 1-17).

59. Les éléments précités mettent en relief les erreurs, le manque de rigueur et les contradictions dans la preuve du Dr Hopkins.

60. En contraste, l'expert Brown présente plusieurs analyses des risques d'affaires des Demanderesses afin de soutenir ses conclusions, lesquelles sont ancrées dans la preuve et non sur des hypothèses ou spéculations.

61. Le Dr Brown a analysé en détail les éléments pertinents caractéristiques des entreprises de l'échantillon étatsunien pour procéder à un examen comparatif valide et utile, du risque d'affaires des Demanderesses.

V. DROIT APPLICABLE

A) LOI SUR LA RÉGIE DE L'ÉNERGIE

62. La phase 2 de la présente instance s'inscrit principalement dans le cadre des articles 31, 32, 48, 49 et 51 de la *Loi sur la Régie de l'énergie*, LRQ, c R-6.01 (« **LRÉ** »).

63. La Régie doit exercer sa compétence afin de déterminer les balises pour que les Demanderesses atteignent un rendement raisonnable.

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; [...]

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

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

5° s'assurer du respect des ratios financiers;

10° tenir compte des préoccupations économiques, sociales et environnementales que peut lui indiquer le gouvernement par décret; [...]

51. Un tarif [...] de transport ou 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 transport ou de distribution, ou d'assurer un rendement raisonnable sur sa base de tarification. [...]

[Nos soulignements]

- Articles 32, 49, 51 **LRÉ**.

64. L'article 5 de la **LRÉ** est d'un intérêt particulier dans le cadre de la présente.

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

[Nos soulignements]

B) JURISPRUDENCE

65. La Régie a une obligation légale de déterminer un taux rendement qui est raisonnable en tout temps.

- D-2009-156, para 181.
- D-2010-147, para 27.
- D-2011-182, para 176.
- Voir dans la juridiction ontarienne : Décision OEB-2009-0084, p. 18.

66. La norme du rendement raisonnable permet à l'entité règlementée d'obtenir un retour raisonnable sur investissement.

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

[Nos soulignements]

- *Bluefield Water Works & Improvement Co. v Public Service Commission of West Virginia*, (1923) 262 U.S. 679, p. 692.

Voir également :

- *Northwestern Utilities Ltd. v Edmonton (City)*, [1929] SCR 186, (j. Lamont), p. 192-193.
- *ATCO Gas and Pipelines Ltd. v Alberta (Energy and Utilities Board)* [2006] 1 RCS 140, para 70.
- *British Columbia Electric Railway Co. v Public Utilities Commission*, [1960] SCR 837.
- AUC Décision 22570-D01-2018, para 37.

67. La Régie exerce son pouvoir de manière raisonnable, sur la base des faits et du droit, en tenant compte de l'ensemble des circonstances pertinentes, y compris du risque d'affaires et du contexte économique général.

[...] 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.

- D-99-11, p. 44.
- De manière similaire, à l'extérieur de la juridiction, à titre d'exemple : AUC Décision 22570-D01-2018, para 21 et 22.

68. Trois critères bien établis doivent la guider dans sa détermination du taux de rendement raisonnable, soit (1) l'investissement comparable; (2) l'intégrité financière; et (3) l'attraction des capitaux.

The rate-making process under the act, i.e., the fixing of "just and reasonable" rates, involves a balancing of the investor and the consumer interests...the investor interest has a legitimate concern with the financial integrity of the company whose rates are being regulated. From the investor or company point of view it is important that there be enough revenue not only for operating expenses but also for the capital costs of the business. These include service on the debt and dividends on the stock...By that standard, the return to the equity owner should be commensurate with returns on investments in other enterprises having corresponding risks. That return, moreover, should be sufficient to assure confidence in the financial integrity of the enterprise, so as to maintain its credit and to attract capital.

[Nos soulignements]

- *Federal Power Commission v. Hope Natural Gas*, (1944) 320 U.S. 591, p. 603.

Voir également :

- D-2009-156, para 189.
- D-2011-182, para 178.
- D-2014-034, para 17-18.
- AUC Décision 22570-D01-2018, para 25 et 38.
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 10 (Q/A 11).

69. La définition de ces trois critères fait consensus:

- i) **Le critère de l'investissement comparable** : Le taux de rendement doit être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une autre entreprise présentant un risque analogue (par opposition à identique);

By a fair return is meant that the company will be allowed as large a return on the capital invested in its enterprise (which will be net to the company) as it would receive if it were investing the same amount in other securities possessing an attractiveness, stability and certainty equal to that of the company's enterprise.

- *Northwestern Utilities Ltd. v. Edmonton (City)*, 1929 CanLII 39 (SCC), [1929] SCR 186, (j. Lamont) p. 193.

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 ».

- Décision OEB-2009-0084, p. 21.
- ii) **Le critère de l'effet d'attraction des capitaux** : Le 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;
- iii) **Le critère de l'intégrité financière** : Le taux doit permettre à l'entreprise réglementée de préserver son intégrité financière.

Par exemple :

- D-2010-147, para 25.
- D-2009-156, para 173 et 189.
- D-2011-182, para 178.
- *TransCanada PipeLines Ltd. (Re)*, 2013 LNCNEB 2, para 565.

70. Ces trois critères doivent être rencontrés individuellement pour qu'un taux de rendement soit raisonnable, chacun étant distinct.

- AUC Décision 22570-D01-2018, para 38.
- Voir également au même sujet : Décision OEB-2009-0084, p. 19.

71. La présente instance démontre une dynamique particulière en ce que les parties disputent ardemment le niveau de risque d'affaires auxquels sont exposées les Demanderesses. Les Intervenants présentent une approche qui s'éloigne des décisions passées de la Régie pour évaluer ces risques, soit en misant sur une évaluation micro et quantitative des risques, faisant fi d'une approche holistique, et ce, sur un horizon court terme plutôt que long terme.

72. Les Demanderesses soumettent de manière générale que cette méthode d'évaluation du risque d'affaires est erronée et surtout, intenable étant donné qu'elle ne reflète pas les préoccupations d'un investisseur.

73. Les Demanderesses soumettent qu'en l'espèce, la Régie devra porter une attention particulière aux éléments évolutifs suivants :

- a) Le contexte volatil et l'instabilité historique des marchés qui se traduit entre autres par une hausse des taux d'intérêt et une inflation marquée, le tout dans un contexte de pandémie mondiale, d'invasion de l'Ukraine et de sanctions économiques mondiales contre la Russie.

- b) L'évolution du risque d'affaires global des Demanderesses, notamment dans le contexte des changements climatiques et de l'avancement du Québec en matière de transition énergétique et de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) dans le secteur énergétique, le tout, dans un environnement compétitif où l'hydroélectricité est une source d'énergie alternative renouvelable et à bon prix;
- D-2022-006, A-0015, para 51-52.
- c) La modification de l'article 5 de la *Loi sur la Régie* en 2016 l'obligeant à tenir compte des politiques énergétiques du gouvernement dans ses déterminations.
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A27, A28, A36 p.27-30, 37.

74. Les Demanderesses s'attardent ci-après à l'analyse du taux de rendement par le biais des étapes et méthodes requises pour ce faire (section VI. A) et incluant l'analyse du risque d'affaires (section VI. B). Elles développent ensuite sur les structures de capital (section VI. C).

VI. ANALYSE

A) TAUX DE RENDEMENT

75. La Régie devra faire appel à diverses méthodes à titre d'outils pour déterminer un taux de rendement raisonnable et une structure de capital conséquente.

76. Outre les trois critères décrits plus haut (paragraphe V.B)68 ss) qui doivent la guider, certains principes directeurs de l'évaluation du rendement raisonnable se dégagent de la jurisprudence. Notamment, la Régie doit considérer le principe de l'isolement, doit prendre en considération plusieurs méthodes et modèles d'évaluation et doit accorder une pondération aux données et études étatsuniennes, tel qu'il sera expliqué ci-après.

- D-2014-034, para 19.

Le principe de l'isolement

77. Le principe de l'isolement (*stand-alone* ou principe de l'indépendance de l'entreprise réglementée) a comme objectif de déterminer le coût d'exploitation réel de l'entreprise, indépendamment de l'identité de l'actionnaire.

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.

- D-2003-93, p.70.

Voir également :

- D-2012-024, para 57.
- D-2009-156, para 178.

78. Le risque des entités réglementées doit être déterminé à titre d'entités indépendantes. Ainsi, leur taux de rendement raisonnable doit refléter leur risque propre, indépendamment de leurs sources de financement, sans tenir compte de la forme de la corporation ni de l'identité des actionnaires. Le taux de rendement est ainsi établi en fonction uniquement des caractéristiques et activités de l'entreprise réglementée.

[230] Selon ce principe [de l'indépendance de l'entreprise réglementée], largement reconnu en réglementation, le TRCP d'un assujéti doit être déterminé sans tenir compte de la forme de propriété, ni du type de propriétaire. Ainsi, dans sa récente décision sur le coût en capital générique, la BCUC retenait que :

« Both Ms. Ahern and Ms. McShane reaffirm the importance of the stand-alone principle, which is « cornerstone of Canadian utility regulation with a history dating to at least 1978. » (Exhibit B1-9, Appendix F, p. 10, B2-9, BCUC 1.4. 7) Therefore, even if a small utility is owned by a larger parent company, there should be no impact on the determination of the small size utility ROE and capital structure. Each utility within the Commission's jurisdiction should be evaluated on a stand-alone basis.

[...]

The Panel reaffirms the long history and importance of the stand-alone principle in Canadian utility regulation. The determinations on the benchmark ROE and capital structure in this Decision are based on this principle. Therefore, there is no reason to deviate from this principle even in the case of small utilities or projects whether or not they are part of a larger utility. These projects can represent either a « new » utility with a greenfield operation and no historical performance data or an existing facility being developed into a TES project. Each project needs to be considered individually and independently » 153 .

[231] La Régie a également, depuis longtemps, reconnu le principe de l'indépendance de l'entreprise réglementée (stand alone). Ainsi, dès la décision D-2003-93, elle affirmait : [voir la citation plus haut].

[Nos soulignements]

- D-2014-034, para 230-231.

79. Le taux de rendement doit être établi en fonction de ce qui est nécessaire pour attirer des investissements de façon indépendante. Il doit équivaloir aux taux des entreprises comparables.

Ability to Attract Capital

The ability to attract debt capital says little if anything about whether a utility can attract third-party equity capital as debt and equity investors' concerns are very different. The debt investor is concerned that there are sufficient cash flows to pay interest and to repay the loan principal. Equity investors are more concerned with whether or not they will have an opportunity to earn a return that compensates them for the risks they are taking and that is commensurate with the returns they could have earned

had they put their funds in alternative enterprises of similar risk. In addition, the ability to attract equity capital standard needs to be applied to the stand-alone utility, not to the consolidated operations of a parent company. If the parent's ability to attract equity capital is the result of profitable unregulated operations but is attributed to the stand-alone utility, that attribution constitutes cross-subsidization.

[Nos soulignements]

- Kathleen McShane & Michael Cleland, eds, "Fair return" in Gordon Kaiser and Bob Heggie *Energy Law and Policy* (Toronto: Carswell, 2011) p. 513.

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.

- D-2014-034, para 231, citant D-2003-93, p. 70
- Voir au même effet : D-2012-024, para 57.

La multiplicité des méthodes et modèles d'évaluation

80. La Régie a reconnu par le passé que l'approche la plus fiable pour déterminer le taux de rendement raisonnable était l'utilisation du Modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF ou CAPM). Cependant, elle a aussi reconnu que l'application d'un seul modèle s'avère incomplet et ne peut représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances.

- D-2010-147, para 239.
- D-2009-156, para 290.
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.12-13 (Q/A 13).
- Cela n'est pas contesté par le Dr Booth : Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG- 0037, p. 5-6.

La pondération des données étatsuniennes

81. Les experts des Demanderesses ont utilisé des données canadiennes et étatsuniennes.

82. Les Demanderesses soumettent qu'il faut accorder une pondération accrue aux données et études relatives à des entités réglementées étatsuniennes afin de bien capturer le risque d'affaires ou d'évaluer la prime de risque de marché. En effet, l'échantillon combiné représente mieux le marché de l'Amérique du Nord.

Q. [115] I understand, but I'm not asking you what the Régie may or may not do with the sample, I'm asking you if you consider the sample as a valid proxy?

R. I think if I were using the sample, I would go ahead and use it, but I would... but I would allow and account for the fact that businesses involved in that are in... are not perfect proxies for the utilities that may

be involved in bolder and riskier lines of business, etc. And would account for that in how I was thinking about ROE in the business risk.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 154 (ligne 25), p. 155 (lignes 1-10).

Voir également :

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 44-48 (Q/ A42 - A45).
- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p.32-33 (Q/A 54).

83. Les marchés canadiens et étatsuniens sont intégrés sur le marché des capitaux.

[81] Selon la Régie, les économies canadienne et américaine sont de plus en plus intégrées. L'ouverture des marchés financiers, qui offrent des opportunités d'investissement de part et d'autre de la frontière, a été clairement reconnue par la Régie, entre autres dans sa décision D-2009-156 : « [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-99-150 [note de bas de page omise], 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 » 49 .

[82] La Régie reconnaît l'acceptabilité et l'usage grandissant de données de groupes de référence étatsuniens auprès des régulateurs canadiens. Devant le nombre limité d'entreprises canadiennes de services publics comparables, il peut être utile de considérer également les données concernant des entreprises comparables américaines. Toutefois, la Régie considère, à l'instar d'autres régulateurs canadiens, que ces dernières ne peuvent être parfaitement comparables sans ajustement préalable.

[Nos soulignements]

- D-2014-034, para 81-82.
- Voir également : D-2009-156, para 249.

1) **Méthodologie pour la détermination du taux de rendement**

84. Pour déterminer un taux de rendement et une structure de capital, la Régie considère les risques d'affaires des Demanderesses, ainsi que les structures de capital et rendements d'entités réglementées qui font face à des risques similaires.

- Par exemple : D-2003-93, p. 50-55.
- Voir également : D-2013-081, para 137.

85. La Régie évalue également l'impact des structures de capital et des taux de rendement sur les mesures de crédit des Demanderesses. La Dre Villadsen compare l'intégrité financière aux paramètres d'une cote de crédit dans l'intervalle « A ».

- D-2011-182, p. 252, 254.
- D-2009-156, para 208.
- Témoignage écrit de la Dre Bente Villadsen, B-0015, p. 15 (Q/ A15 et A16).

86. Afin de formuler ses recommandations, la Dre Villadsen a sélectionné un groupe comparatif d'entités réglementées avec une forte proportion d'activités réglementées (plus de 80% avec des actifs réglementés).

87. Dans la présente instance, les échantillons retenus par la Dre Villadsen sont : 1) un groupe d'entités réglementées canadiennes (*Canadian Sample*); 2) un groupe d'entités réglementées étatsuniennes ayant des activités dans le secteur du gaz naturel (*Natural Gas Sample*); et 3) un groupe d'entités réglementées étatsuniennes ayant des activités dans le secteur de l'eau (*Water Sample*).

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 13 (Q/A 14).

88. Pour formuler ses recommandations, la Dre Villadsen analyse les résultats obtenus de ses calculs, l'environnement économique courant et les différences entre les risques financiers et les risques d'affaires comparativement à ceux des entités parties aux échantillons à la lumière de l'analyse du Dr Brown.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 14, (Q/A14).

89. Un certain nombre de méthodes existent pour déterminer le taux de rendement raisonnable. Malgré la popularité du MÉAF et le fait qu'elle soit la méthode privilégiée par la Régie, cette dernière a noté qu'aucune méthode d'évaluation n'est individuellement concluante.

[243] 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 le modèle AFM, malgré les faiblesses mentionnées plus haut.

[Nos soulignements]

- D-2011-182, para 243, voir aussi para 205-207.

Voir également :

- D-2010-147, para 167 et 240.
- D-2009-156, para 290.
- AUC Décision 22570-D01-2018, para 252.

90. La Commission de l'énergie de l'Ontario (CEO) est arrivée à la même conclusion.

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]

- Voir Décision OEB-2009-0084, p. 36-37.

91. Il importe ainsi de considérer diverses méthodes afin d'arriver à un taux de rendement raisonnable. Cela n'est pas contesté par les experts au dossier.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.12, (Q/ A13).
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p.7 (lignes 5-6 et 17-20).
- Interrogatoire en chef du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 16 (lignes 5-9).

92. Au fil de ses décisions, la Régie a parfait son utilisation du MÉAF en : 1) apportant des ajustements à certains intrants afin de tenir compte du risque global par rapport au distributeur repère et 2) en considérant le résultat d'autres méthodes d'évaluation, comme l'AFM, le MEÉAF ou des modèles multi facteurs.

- D-2009-156, para 240.
- D-2007-116, p. 30.

93. Tel qu'expliqué plus en détail ci-après, la Dre Villadsen utilise diverses méthodes afin de s'assurer de la fiabilité de ses résultats : le MÉAF, le MEÉAF, l'ajustement Hamada, l'AFM, et le ATWACC sur l'AFM.

94. Pour sa part, le Dr Booth estime devoir vérifier les résultats de son MÉAF par le biais du AFM. Cela dit, l'approche du Dr Booth est moins méthodique, généralisée à diverses entités réglementées et peu soutenue. Tel qu'il l'a confirmé durant son contre-interrogatoire, le D^r Booth se sert principalement de son jugement pour avancer ses propositions.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p.71 (lignes 15-20).
- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 123 (ligne 11).

2) **Le calcul d'un taux de rendement raisonnable**

a) **MÉAF**

95. Comme l'a expliqué la Régie dans la décision D-2011-182 et en vertu de ce qui est toujours en vigueur aujourd'hui, le MÉAF provient de la formule qui suit et appelle à l'analyse de trois variables : 1) le taux sans risque, 2) la prime de risque du marché et 3) le risque relatif du distributeur repère (*bêta*) :

[183] *Le MÉAF est représenté par l'équation suivante :*

$$K = R_f + \beta*(R_m - R_f)$$

[184] Cette équation représente le taux de rendement (K) qu'un investisseur s'attend à recevoir d'un placement effectué sur un titre comportant un certain risque. Le rendement attendu pour ce titre (K) correspond au rendement qui pourrait être obtenu par un investissement sans risque (R_f), auquel est ajoutée une prime de risque. Cette prime, propre au titre évalué, est proportionnelle au risque du marché ($R_m - R_f$). Ce dernier est estimé par la différence entre le rendement généré par un portefeuille de titres diversifié (R_m) et celui d'un investissement sans risque (R_f). La relation entre le risque du marché et le risque associé au titre est exprimée par le facteur bêta (β).

[Nos soulignements]

- D-2011-182, para 183-184.
- Voir aussi D-2010-147, para 31-32.

96. La formule utilisée par la Dre Villadsen, quoique rédigée différemment, est au même effet.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.60 (Q/ A54).

97. Il est à noter que le MÉAF présente quelques faiblesses qui peuvent être corrigées à l'aide d'ajustements.

b) Intrants du MÉAF

i) **Taux sans risque (R_f)**

98. À titre de rappel, le taux sans risque correspond au taux de rendement d'un investissement pour lequel le risque de défaut est nul, soit pour lequel le rendement est garanti, pendant une période donnée. Aux fins du calcul du taux de rendement des Demanderesses, ce taux correspond au taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada, à court ou long terme.

- Pièce BV-1 au soutien du Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, section B.

99. En raison des circonstances économiques actuelles, dont le haut taux d'inflation, et de l'impact important des politiques monétaires de la Banque du Canada, dont l'augmentation des d'intérêts affectant directement le taux de rendement des obligations à court terme, la Dre Villadsen soumet que la Régie doit se référer aux obligations à long terme du gouvernement. En effet, les obligations à court terme sont plus volatiles que les obligations à long terme. Ainsi, les circonstances économiques actuelles affecteraient à la baisse les résultats obtenus par le MÉAF.

- Réponse à la DDR No 1 de la Régie sur la demande conjointe (à l'attention de la Dr Bente Villadsen), B-0143, Réponse 15.1.

100. Aux fins du calcul du taux de rendement, il importe d'utiliser un taux sans risque qui correspond à la période économique de financement régulée. Puisque les Demanderesses investissent dans des activités de distribution et de stockage dont la durée de vie des actifs devrait

s'étendre sur plusieurs décennies, il est plus approprié de se baser sur les obligations de 30 ans du gouvernement.

- Réponse à la DDR No 1 de la Régie sur la demande conjointe (à l'attention de la Dr Bente Villadsen), B-0143, Réponse 15.1.

101. Cela est en accord avec la pratique réglementaire courante au Canada, selon la Dre Villadsen. En 2011, la Régie indiquait que « selon la pratique usuelle, le taux sans risque utilisé est celui des obligations de long terme de 30 ans du gouvernement du Canada. ».

- D-2011-182, para 208.
- Voir également : Pièce BV-1 au soutien du Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, section B.

102. En pratique, le 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.

103. Selon la Dre Villadsen, qui se fonde sur le *Consensus Forecasts* et Bloomberg, le taux sans risque s'établit entre 2.3% et 2.47%. Le taux de 2.3% correspond à l'écart entre le taux des obligations de 10 ans et de 30 ans du gouvernement du Canada (1.9% + 0.4%). Le 2.47% comprend un ajout de 17 points de base pour tenir compte de la reprise économique suivant la pandémie de COVID-19, une mesure conservatrice, selon la Dre Villadsen.

- Voir la méthodologie expliquée plus en détails par la Dre Villadsen à la pièce BV-1 au soutien de son témoignage, B-0015, section B.1.

104. Au moment d'écrire sa preuve, déposée le 5 novembre 2021, la Dre Villadsen opine déjà que le taux sans risque est anormalement bas en raison de diverses circonstances et est susceptible de ne pas refléter adéquatement le coût d'opportunité des investisseurs dans le temps.

- Pièce BV-1 au soutien du Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, à la section B.1, voir notamment la note de bas de page 7.

105. De son côté, le Dr Booth utilise un taux sans risque de 3.37%. Il précise que ce taux est toujours sous la barre des 3.8% requis pour qu'il modifie sa recommandation habituelle et systématique à l'égard du taux de rendement de 7.5% pour les entités réglementées canadiennes, peu importe la province.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 2.
- Interrogatoire en chef du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 21 (lignes 17-23).

106. Cependant, à l'occasion de son contre-interrogatoire, le Dr Booth reconnaît que les taux d'intérêts continueront à monter et il indique qu'à son avis, l'inflation est susceptible d'augmenter davantage que ce que la Banque du Canada laisse croire.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin, NS vol. 6, p. 69 (lignes 25), p. 70 (lignes 1-7), p.86 (lignes 23-25), p.87 (lignes 1-7).

- Voir également : Réponse à la DDR No 1 de Dre Villadsen (à l'attention du Dr Booth), C-ACIG-0064, réponses 6.2, p.6 et 7.1 p. 7-8.

107. Les données du Dr Booth datent du début de l'année 2022 et malgré les récentes hausses des taux d'intérêt et du taux directeur de la Banque du Canada, il n'a ni modifié son témoignage écrit avant son dépôt, ni mis à jour bon nombre de données présentées à la Régie.

R. I've not corrected it because as I told you before, I've not changed my overall fair rate of return until we hit a three point eight percent (3.8%) long Canada bond yield.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin, NS vol. 6, p. 61 (lignes 19-25), p.62 (lignes 17-22), p. 63 (15-18).

108. Tel que reconnu dans son contre-interrogatoire, le taux utilisé par le Dr Booth résulte de son opinion ou de son jugement quant à sa lecture de la valeur des obligations de long terme du gouvernement du Canada, comme il désapprouve certaines estimations par des institutions reconnues.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin, NS vol. 6, p. 117 (lignes 13-24).

ii) ***Prime de risque de marché ($R_m - R_f$)***

109. Le MÉAF nécessite l'évaluation de la prime de risque de marché (PRM ou *MRP*) qui permet de déterminer la prime de risque du distributeur repère.

- D-2011-182, para 212.
- D-2010-147, para 55.

110. En effet, la PRM correspond au rendement qu'un investisseur exige au-delà du taux sans risque afin d'être compensé pour le risque encouru. Ainsi, plus l'investissement est risqué, plus la prime de risque de marché sera élevée. La PRM est un indice du marché global des capitaux.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 107 (lignes 22-24).
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 39-40 (Q/ A37).

111. La Régie doit prendre en compte certains principes dans l'établissement de la prime de risque de marché :

- a) Prendre en compte des moyennes arithmétiques des données historiques des rendements observés sur les marchés, mesurées sur de longues périodes afin d'incorporer un plus grand nombre de cycles économiques et rejeter les moyennes géométriques qui leurs sont inférieures et qui sont inappropriées;
- D-2009-156, p. 62.
 - D-2011-182, para 215-216.

- b) Prendre en compte des données provenant des marchés canadiens et étatsuniens compte tenu de leur intégration;

Par exemple :

- D-99-150, p. 9-10.
- D-2007-116, p. 25.
- D-2009-156, para 249.
- D-2011-182, para 215.

- c) Prise en compte des prévisions et du contexte actuel.

- D-2010-147, para 192-193.
- La Dre Villadsen parle d'un *forward-looking concept*, voir son Témoignage écrit, B-0015, p 62 (Q/ A57).

- d) Prendre en compte l'interaction entre le taux d'intérêt et la prime de risque de marché.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol.3, p. 106, (lignes 12-20).

112. Tout d'abord, cette prime s'établit en partie sur la base de moyennes historiques à long terme des rendements boursiers réalisés par rapport à la dette du gouvernement. La prise en compte de périodes plus longues pour les estimés améliore la qualité des statistiques et sont recommandées par la littérature.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 16.

113. Une étude étatsunienne a recensé les résultats de plusieurs modèles qui établissaient la prime de risque de marché, de chaque année à partir de 1960. Cela leur a permis d'identifier certains comportements récurrents, dont l'augmentation de la prime de risque de marché après une crise économique par rapport à la moyenne historique. La crise financière est caractérisée par une haute volatilité des marchés, ce qui a pour effet d'augmenter la prime requise par les investisseurs pour soutenir des avoirs à un risque donné.

- La Dre Villadsen cite dans son Témoignage écrit, B-0015, l'étude de Fernando Duarte and Carlo Rosa, "The Equity Risk Premium: A Review of Models," Federal Reserve Bank of New York, December 2015.

114. Bien que les moyennes historiques constituent un point de repère important, il est pertinent de s'attarder aux courtes périodes puisque les marchés de capitaux subissent certaines variations notamment lors de crises économiques et d'incertitudes. Il est prudent de s'attarder au contexte actuel pour prendre en compte ces variations dans le calcul de la prime de risque de marché.

[193] Un tel résultat doit toutefois être apprécié à la lumière du contexte économique et financier d'aujourd'hui. Les deux experts abordent les enjeux y reliés dans leur preuve respective. Les sections qui suivent portent sur ces questions.

- D-2010-147, para 192-193.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A41, p. 44.

115. Par ailleurs, il importe de prendre en considération la vision des investisseurs du contexte d'affaires. En effet, les investisseurs considèrent la corrélation entre le risque de l'investissement et le retour sur celui-ci. Ils s'attendent à une combinaison de raisonnabilité et de prévisibilité afin d'avoir suffisamment confiance pour investir.

- Interrogatoire en chef du panel 1, M. Éric Lachance, 13 juin 2022, NS vol.1, p. 20 (lignes 9-16), p.103 (lignes 22-25) et p.104 (lignes 1-10).

116. Il importe également de se fonder sur un portefeuille diversifié, tant sur le marché canadien qu'étatsunien.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.39-40 (Q/ A37).

117. Le Dr Booth note également des résultats provenant des données étatsuniennes pour déterminer si les estimés sont raisonnables.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, Annexe B, C-ACIG-0039, p.8 (ligne 27).

118. En effet, en raison des liens importants entre les marchés des capitaux canadien et étatsunien, les investisseurs considèrent des investissements dans les deux marchés, et comparent les risques des Demanderesses autant aux entités règlementées canadiennes qu'étatsuniennes. La Dre Villadsen explique plus en détails dans son rapport la relation entre les marchés canadien et étatsunien.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.44-45 (Q/ A42); p.45 (Q/ A43); p.46-47 (Q/ A44).

119. D'ailleurs, la Régie accorde une importance relative croissante aux données étatsuniennes en accord avec l'ouverture et l'intégration continue des marchés nord-américains des capitaux.

[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]

- D-2010-147, para 181.

120. La Dre Villadsen explique qu'il est important de considérer la relation entre le taux d'intérêt et la prime de risque de marché. En effet, ils varient en corrélation l'un avec l'autre. La prime de risque de marché et le taux d'intérêt doivent être établis selon la même catégorie d'obligations du gouvernement, soit les obligations long-terme de 30 ans.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol.3, p. 106 (lignes 12-20).

121. La Dre Villadsen a mis à jour son témoignage et en date du 31 mai 2022, la prime de risque de marché pour le Canada fondée sur des données historiques datant entre 1935 et 2021 était de 5.91%, et la prime de risque de marché pour le Canada calculée par Bloomberg était de 5,9%.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 17.

122. Pour arriver à ses résultats, la Dre Villadsen prend en compte des moyennes arithmétiques des données historiques en récoltant des données provenant de sources variées et récoltées sur une longue période, soit entre 1935 et aujourd'hui. *Duff and Phelps* effectue un tel calcul pour déterminer la prime de risque de marché canadienne. *Duff and Phelps* évalue la prime à 5.68%. Elle les compare à la méthodologie analysant les informations sur l'état actuel du marché dans son ensemble et les prévisions du taux de rendement attendu. Elle regarde le rendement obtenu pour un horizon de 30 ans. Elle utilise des données des études et des statistiques canadiennes et étatsuniennes.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 107-108.
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, annexe B, BV-1, partie 2.

123. De plus, la Dre Villadsen considère le principe d'intégration des marchés nord-américains pour déterminer la prime de risque de marché afin de respecter les principes fondamentaux du standard de rendement raisonnable, soit l'investissement comparable et l'attraction des capitaux.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A42, p.44-45.

124. La Dre Villadsen calcule une prime de risque de marché ajustée aux variations d'écart de crédit conformément aux décisions antérieures de la Régie. Elle considère l'augmentation de l'écart de crédit comparativement à la moyenne historique. Elle regarde aussi les prévisions de la PRM.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.36 (Q/ A34,) et-p. 41 (Q/ A39).
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, annexe B, BV-1, partie 2.

125. Afin que les Demanderesses puissent attirer des investisseurs, elles se doivent de prendre en compte une prime de marché suffisamment élevée pour compenser l'aversion au risque des investisseurs liée notamment à l'instabilité des marchés. La Dre Villadsen a utilisé une méthodologie pour l'établissement de la prime de risque du marché permettant de capter l'impact de la faible tolérance au risque des investisseurs et leurs attentes quant au rendement raisonnable pour compenser ce risque.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.33-34 (Q/A32), p.44 (Q/ A41).

126. Ainsi, la méthodologie de la Dre Villadsen est rigoureuse, se fonde sur plusieurs données et analyses faites par des institutions reconnues.

127. Pour sa part, le Dr Booth utilise une prime de risque estimée entre 5.50% et 6.0%. Il n'est pas possible de retracer précisément sa méthodologie le menant à son barème.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 2 (ligne 19), p. 72.
- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p.109 (lignes 10-14).

128. Cette recommandation aurait pour fondement sa propre analyse historique de données canadiennes couvrant des périodes allant de 1924 à 2021. Il utilise des moyennes arithmétiques et géométriques, ainsi que la méthode des moindres carrés ordinaires (*ordinary least squares*).

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, annexe B, C-ACIG-0039, pp. 1-3.

129. Bien que la Régie ait rejeté cette méthode à chaque comparution de l'expert sur la question, le témoin Booth a de nouveau eu recours à des moyennes géométriques de séries de données. Cette méthode produit des moyennes inférieures aux moyennes arithmétiques. C'est une méthode qui n'est pas fiable puisque ses résultats varient en fonction de l'année de départ et de fin de la période repère, tel que l'a décidé la Régie par le passé.

- D-2007-116, p.25-26.
- D-2009-156, para 250.
- D-2010-147, para 60.
- D-2011-182, para 215-216.

130. D'ailleurs, la preuve démontre que son barème estimé est inférieur à la moyenne historique.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p.109, A-0058 (lignes 3-14).

131. De plus, la méthodologie du Dr Booth ne prend pas en compte les données étatsuniennes, qui indiquent une prime plus élevée. Il observe les données étatsuniennes uniquement pour confirmer ou infirmer le caractère raisonnable de ses estimés. Or, la Régie a été claire à l'effet qu'autant de données canadiennes qu'étatsuniennes devaient être considérées.

[217] La Régie souligne également que dans sa décision D-2009-156, aux fins d'estimer la prime de risque du marché, elle utilisait des proportions égales pour les données canadiennes et américaines. La Régie utilise la même approche en tenant compte de la preuve au présent dossier.

- D-2011-182, para 217.

Voir également :

- D-99-150, p. 10.
- D-2010-147, para 181.
- Dans une autre juridiction : OEB-2009-0084, p. 21-22.
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, annexe B, C-ACIG-0039, p.8-9.

132. Afin de considérer la prime de risque de marché, dans son rapport écrit, il considère que les conditions générales du marché des capitaux sont similaires à celles de 2011 puisqu'il considère

qu'il y a une facilité d'accès au crédit et que le taux d'inflation est toujours ancré à près de 2%. Il considérait dans son rapport que la seule distinction notable est la variation des écarts de crédit.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 48.

133. Lors de son contre-interrogatoire du 20 juin dernier, le Dr Booth a reconnu que la situation avait changé et qu'il ne s'attendait pas à ce que le taux d'inflation se stabilise à 2% dans un futur rapproché. Il reconnaît que cela correspond à la plus grande augmentation du taux d'intérêts depuis 1994. Malgré tout, il considère que cela n'a aucun impact sur ses recommandations.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, A-0063, p. 86- (lignes 22-25), p. 87 (lignes 1-7), p. 91 (lignes 16-18).

134. En somme, on comprend de sa propre admission, que bien que le Dr Booth cite dans son rapport des données de Duff and Phelps, du professeur Damodaran, des sondages effectués par le Dr Fernandez ainsi que des données de Crédit suisse, ses résultats ne sont fondés sur aucune de ces sources. Il est impossible de comprendre comment l'expert arrime les différents résultats pour parvenir à une prime de 5.75%. La méthodologie du Dr Booth se résume à utiliser ses propres chiffres et son propre jugement.

Q. [166] Now, to arrive at this number, you look at a variety of sources, as we can see from your Appendix B, but the number you choose, the actual range that you use, is not taken from any of those sources, it is your own number, correct?

R. That's correct, it's my judgment of the moment. [...]

R. It is not a mathematical calculation.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, A-0063, p.122 (lignes 20-25) et p.124 (ligne 3).
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, annexe B, C-ACIG-0039, p.14.
- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p.109 (lignes 3-13).

135. Par conséquent, la preuve de l'ACIG concernant la prime de risque de marché n'est pas rigoureuse et ne devrait pas être retenue par la Régie.

iii) ***Le bêta : le risque relatif du distributeur repère***

136. Le risque d'un distributeur repère est mesuré par le bêta, une mesure du différentiel de risque entre le distributeur repère et le marché en général ($\beta = 1$).

[219] Aux fins d'application du principe d'isolement, la Régie définit le distributeur repère comme étant une société de service public dont 100 % des activités sont réglementées et présentant un niveau de risque faible. Ce risque est mesuré par le facteur bêta. Celui-ci représente le différentiel de risque entre la société repère et le marché en général.

- D-2011-182, para 219.

137. Ce différentiel n'est pas directement observable sur les marchés et sa mesure pose de réelles difficultés, aggravées au Canada par la disponibilité limitée d'entreprises canadiennes de services publics comparables.

[220] 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 permettant de définir le distributeur repère qu'à l'obtention de séries de données valables pour procéder à une estimation robuste.

- D-2011-182, para 220.

Voir également :

- D-2014-034 para 83.

138. La Dre Villadsen évalue le bêta d'une firme repère entre 0.85 et 0.95. Le Dr Booth évalue ce bêta entre 0.55 et 0.6.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p 63 (Q/ A58).
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p 3.

139. La Dre Villadsen a recours aux bêtas publiés par Bloomberg, soit une grande société spécialisée et dont les données sont largement accessibles à l'ensemble des Intervenants du marché et sur la base desquelles des décisions d'investissement sont prises.

140. Des bêtas estimés sur des données de 3 à 5 ans sont la norme. La Dre Villadsen présente ses résultats en utilisant un bêta évalué sur des données hebdomadaires s'étendant sur une période de 3 ans.

I present three and five year beta. My results use three year beta that's not much of a difference. Doctor Booth looks back up to twenty (20) years. He does provide estimates with I believe a five year monthly betas, they are higher than what he uses. And the last I want to say is that I have and many others have move to use higher frequency beta that we would have done ten (10) years ago. Ten (10) years ago, entity such as Value Line would use monthly data to estimate their beta. Today they use weekly. So does someone like S&P Global Intelligence. Again they use weekly today. Bloomberg I believe has always used weekly betas. And that's why I believe today it's a profit to use weekly betas.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 115.

141. L'utilisation de bêtas calculés à partir de données hebdomadaires sur une période de 3-5 ans augmente la fiabilité des résultats, par opposition aux bêtas conclus par le biais de données mensuelles s'étendant sur une très longue période, étant donné que : 1) cela améliore la fiabilité statistique comparativement aux observations mensuelles et que 2) cela capture adéquatement l'environnement de marché actuel.

Q. [185] Can you briefly explain the difference. If you use weekly versus monthly? What is it gonna change?

R. So that's two things that really change. One is that if you use monthly you have to go back further to get enough data. So if you use a three year of monthly, data you only have 36 observations. Where if you use three years of weekly you have hundred and fifty six (156) observations. That's a lot more and give you better statistical results.

Second, if you go back, and if you go back that far, you don't capture today's environment.

Second, depending on circumstances, you might failed to capture interaction in between so, most stocks will change on a daily basis. So if you only measure once a month, you're getting very (inaudible) measurement in changes of that.

[Nos soulignements]

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, A-0058, p 116.

142. Les sociétés de données spécialisées comme Bloomberg, Value Line, S&P Global Intelligence utilisent maintenant des analyses hebdomadaires plutôt que mensuelles, types d'analyses qui sont aujourd'hui plus répandues.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 21.

143. D'ailleurs, dans son livre *Corporate Finance*, le Dr Booth écrit « [t]ypically, betas for securities are estimated by using 60 months of monthly returns, but sometimes 52 weekly returns are used. » [nous soulignons]

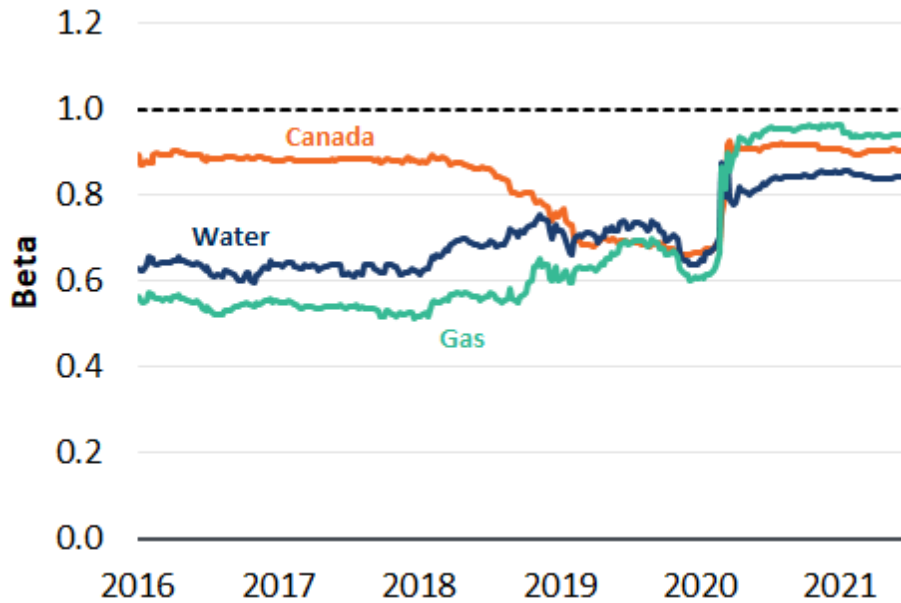
- Laurence Booth, Sean Cleary et Pamela Peterson Drake, *Corporate Finance: Financial management in a global environment*, (USA: Wiley, 2014), p. 339.

144. Le bêta entre 0.85 et 0.95 proposé par la Dre Villadsen est plus élevé que ce qui était connu pour les entités réglementées par le passé. Cependant, ce résultat s'explique par les effets de la pandémie de la COVID-19; les risques systémiques auxquels sont confrontés les Demanderesses ont persisté dans le temps. La Dre Villadsen conclut :

Put simply, currently elevated betas are consistent with other risk measurements and indicates that the return over and above the risk-free rate that utility investors require has increased. This is especially true given that all measures have stabilized and given the research by Duarte and Rosa (2015), which demonstrated that the impact of the 2008-09 financial crisis on the MRP lasted for an extended period.

[Nos soulignements, référence omise]

FIGURE 22: UTILITY BETAS – 2016 TO 2021



Source: Bloomberg, data through June 30, 2021.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 63-64.

145. De plus, le constat de la Dre Villadsen pour le bêta est tout à fait aligné avec les moyennes des bêtas de ses échantillons, à savoir l'échantillon des entités réglementées canadiennes, des entités réglementées étatsuniennes ayant des activités liées au gaz naturel et des entités réglementées étatsuniennes ayant des activités liées à l'eau (voir la Figure 23 ci-dessous).

146. Par opposition, la proposition du Dr Booth de 0.55 à 0.6 s'en éloigne de manière importante.

FIGURE 23 : CAPM AND ECAPM SCENARIOS

	Scenario 1	Scenario 2
Risk-Free Interest Rate	2.47%	2.30%
Market Risk Premium	5.68%	8.05%
Canadian Sample Avg. Beta	0.91	0.91
U.S. Gas Sample Avg. Beta	0.95	0.95
U.S. Water Sample Avg. Beta	0.84	0.84

[Notre emphase]

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 65.
- Voir les Figures 18, 20 et 21, p. 53 et 59 du Témoignage écrit de la Dre Villadsen pour le bêta de chaque entité incluse dans chaque échantillon et pour

constater que le constat de la Dre Villadsen est nettement plus près de ces résultats que celui du Dr Booth².

147. En fait, la preuve aura démontré que l'approche du Dr Booth pour l'évaluation d'un bêta est invariable et hypothétique. Son approche n'a pas évolué dans le temps (il évaluait toujours le bêta du distributeur repère plus de dix ans passés, soit entre 0.45 et 0.55).

- Voir par exemple : D-2011-082, para 222.

148. Il évalue son bêta selon son propre jugement, soit entre 0.5 et 0.55, bien qu'il admette que les données consultées n'indiquent pas cet intervalle. Il admet qu'il serait plus précis d'utiliser un bêta entre 0.494 et 0.58.

R. If you want it to be absolutely precise, point four nine four (0.494) to point five eight (0.58). But as far as I'm concerned... these things are not that precise. Point five (0.5) to point five five (0.55) I think is a reasonable range. Because I haven't seen a point five eight (0.58) number like Canadian Utilities for a long time.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p.156 (lignes 21-25), p. 157 (lignes 1-2).

I have always used judgement in adjusting betas back to their average value, a practice the Regie has accepted in the past.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 57.

149. Le Dr Booth utilise des données mensuelles sur une période d'environ 20 ans.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 61.
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, annexe C, C-ACIG-0040, tableau 1.

150. Le Dr Booth ne fournit pas de soutien statistique au soutien de ses résultats. Ceci représente un problème d'autant plus que les données mensuelles sont généralement statistiquement moins significatives que les données hebdomadaires, comme mentionné plus haut, étant donné qu'elles fournissent un moins grand nombre d'observations.

151. Le Dr Booth utilise des bêtas « bruts » ou « maison » qui sont de son propre cru, contrairement à la Dre Villadsen qui a une approche rigoureuse, méthodique et fondée sur les données de fournisseurs de données commerciales reconnus, tel qu'il a été expliqué plus haut.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, annexe C, C-ACIG-0040, p. 11.

152. L'industrie gazière change rapidement, donc il est primordial d'utiliser les données qui reflètent l'environnement d'aujourd'hui, plutôt que la méthode fixée dans le passé et suggérée par le Dr. Booth.

² La méthodologie de la Dre Villadsen est expliquée à la p 65 (A60) de son Témoignage écrit, B-0015.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 21.

153. Le Dr Booth n'a pas démontré qu'il offrait à la Régie des résultats rigoureux et actuels.

iv) *Critique des bêtas ajustés*

154. La Dre Villadsen utilise des bêtas ajustés (comme c'est le cas par ailleurs du Dr Booth, tel qu'il sera expliqué ci-après).

155. Ses bêtas sont tirés de Bloomberg, qui rapporte des bêtas ajustés selon la méthode du Professeur Marshall Blume (*Blume adjustment*).

Bloomberg reports betas that are estimated using the method outlined by Professor Marshall Blume, which reflected his empirical observation that historical measurements of a company's beta are not the best predictors of what that company's systematic risk will be going forward. Professor Blume was able to apply a consistent adjustment procedure to historical betas that increased their accuracy in forecasting eventual realized betas. Essentially, Professor Blume's adjustment transforms a historical beta into a better estimate of expected future beta. It is this expected "true" beta that drives investors' expected returns according to the CAPM. It is important to note that the Professor Blume did not adjust betas for a convergence towards 1 but rather made an adjustment for sampling error. It is appropriate to use Bloomberg's adjusted betas, when employing the CAPM to estimate the forward-looking cost of equity capital.

[référence omise]

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, Pièce BV-1, 2.d

156. Comme l'a expliqué la Dre Villadsen, le bêta ajusté selon la méthode Blume est ramené vers une valeur qui reflète mieux le futur bêta que ne le ferait la valeur habituelle de 1.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositives 18 et 20.
- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, Pièce BV-1, 2.d.
- Réponse à la DDR No 1 du Dr Booth sur la Demande conjointe (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0193, réponse 9.

157. La Régie a refusé de considérer des bêtas ajustés en 2011, mais a tout de même reconnu les difficultés associées aux bêtas bruts.

[223] Le Dr Morin utilise des bêta ajustés pour tenir compte des recherches empiriques montrant la tendance des bêta à converger vers un. Le Dr Booth soutient plutôt que les sociétés réglementées étant habituellement des sociétés moins risquées, leurs bêta convergent vers la moyenne des bêta de leur groupe et non vers un qui correspond à la moyenne des bêta de l'ensemble des sociétés du marché.

[224] En ce qui a trait à l'utilisation de bêta ajustés, la Régie retient la conclusion qu'elle a déjà exprimée dans ses décisions antérieures⁸⁶. L'explication couramment utilisée dans les milieux de la recherche

financière pour justifier un ajustement des bêta bruts, soit la tendance observée sur le plan empirique pour les bêta en général d'évoluer à terme vers la moyenne du marché qui est de un, 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.

[225] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique reliée à la qualité des bêta bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements dans le cadre de l'application du MÉAF. Il demeure difficile de déduire la valeur du bêta de façon objective à partir des données observées sur les marchés pour les sociétés retenues dans les échantillons. En conséquence, sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit le bêta d'un distributeur repère dans une fourchette de 0,50 à 0,60.

[Nos soulignements]

- D-2011-182, para 223-225.

158. Les bêtas ajustés ne sont pas pour autant étrangers à la Régie. Par le passé, la Régie a jugé que l'utilisation de ces bêtas, ajustés par les grandes maisons spécialisées, était raisonnable.

- D-96-031, p. 70-71.

159. Plus récemment, le *Alberta Utilities Commission* a conclu que les bêtas ajustés fournissaient de l'information utile et a indiqué les utiliser.

344. The Commission is not persuaded that weekly betas are clearly superior in all instances to monthly betas as there remains some uncertainty and disagreement in the evidence on this point. Indeed, practitioners continue to use both weekly and monthly data, and the investment research firms that provide the data upon which analysts rely continue to provide both weekly and monthly data, including betas derived from both weekly and monthly data. Accordingly, the Commission will continue to consider both weekly and monthly based beta estimates in determining reasonable beta estimates.

345. There was also considerable debate in this proceeding over the use of the Blume adjustment. In the 2013 GCOC decision, the Commission acknowledged that adjusted betas are widely disseminated to investors by investment research firms, including Bloomberg, Value Line and Merrill Lynch. However, the Commission also indicated continued uncertainty about whether an adjustment is warranted for the betas of regulated utilities.

346. The Commission has not been persuaded in this proceeding that adjusted betas are superior to unadjusted betas in the context of regulated utilities. The Commission continues to hold the view expressed in the 2016 GCOC proceeding that both raw betas and adjusted betas provide useful information with respect to utility risk.

[Nos soulignements, références omises]

- AUC Décision 22570-D01-2018, para 344-346.

160. Dans tous les cas, le Dr Booth lui-même utilise une forme de bêtas ajustés.

I have always used judgement in adjusting betas back to their average value, a practice the Regie has accepted in the past”

[Nos soulignements]

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 57 (lignes 1-2). Voir aussi la p. 11 (lignes 1-2).

161. La Régie doit donc déterminer la crédibilité qu'elle accordera 1) aux bêtas ajustés de Bloomberg par l'intermédiaire de la méthode Blume et 2) aux bêtas ajustés selon le jugement du Dr Booth.

162. Cela dit, comme l'a expliqué la Dre Villadsen à l'audience, celle-ci a fait la vérification et a démontré qu'il n'existe pas un grand écart entre les bêtas ajustés qu'elle utilise et les bêtas bruts. L'utilisation de l'ajustement Blume (et du MEÉAF qui sera détaillé ci-après) sont plutôt des moyens de vérification des résultats qui ajoutent à la crédibilité de son travail.

I said before, it's not... it's an adjustment that's made to get a better reflexion of the future beta. And I also wanna mention clearly that, if we look at today and my average beta is about .85 it really doesn't matter much whether you adjust it or not. That's .05 change difference. Whether if you did it at the average of say doctor Booth sample it does matter. It does not matter with the numbers I use. Which are today's numbers.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 115.
- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositives 20 et 21.

163. Dans les circonstances, les Demanderesses soumettent que la Régie devrait retenir les bêtas de la Dre Villadsen. L'alternative du Dr Booth, en preuve, est moins rigoureuse et non appuyée par le même niveau de données que la Dre Villadsen. Le bêta proposé par le Dr Booth s'éloigne également davantage de la moyenne des bêtas des entités réglementées parties aux échantillons comparables.

v) **Les méthodes de vérification et d'ajustement des résultats**

164. Afin de valider et d'adapter le mieux possible ses analyses aux réalités des Demanderesses, la Dre Villadsen utilise les méthodes de validation et d'ajustement MEÉAF et Hamada à l'égard des résultats obtenus par le biais du CAPM.

MEÉAF

165. Certaines faiblesses du MEÉAF ont été observées sur une base empirique.

166. Par exemple, les experts s'entendent pour dire qu'il a été observé que plus le bêta s'éloigne de la moyenne de 1.0 (l'unité), plus la prime de marché calculée à l'aide de cette méthode s'éloigne de la réalité observée. Afin de pallier cette réalité, la Dre Villadsen ajuste la méthode à l'aide du

facteur alpha. Cette méthode est appelée le *Modèle empirique d'évaluation des actifs financiers* (« **MEÉAF** »).

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.66 (Q/ A61), figure 24.
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 55.

167. Le MEÉAF vise ainsi à corriger la sous-estimation du taux de rendement découlant du MÉAF pour les entreprises ayant un bêta inférieur à l'unité. Ainsi, le MEÉAF prédit de façon plus précise la prime de risque de marché que le MÉAF, à l'aide d'un ajustement direct à la formule.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A61, p.65.

168. Le MEÉAF est représenté par la formule suivante, où α représente l'ajustement « alpha »:

$$r_s = r_f + \alpha + \beta_s \times (MRP - \alpha)$$

169. Le paramètre alpha a été calculé à l'aide de nombreuses études empiriques. La Dre Villadsen a utilisé un facteur conservateur alpha de 1.5. Il améliore les prédictions de la méthode MÉAF par rapport aux taux de rendement réalisés.

- Voir à cet effet la figure A-3, de la pièce BV-1 du témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015 qui recense les études pratiques sur alpha.
- Réponse à la DDR no 1 de la Régie sur la Demande conjointe (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0143, Réponse 15.2, p.89.

170. Il est particulièrement pertinent de s'attarder aux résultats obtenus par le MEÉAF lorsqu'il y a des écarts significatifs entre les taux courants des obligations gouvernementales et le taux moyen de longue période. En effet, le modèle MÉAF comporte des difficultés particulières dans de telles circonstances, tel que déterminé par la Régie par le passé.

[240] Par mesure de prudence, comme aucun modèle ne peut reproduire parfaitement à lui seul les attentes de rendement des investisseurs, la Régie prend en considération les résultats présentés du MEEAF et du modèle AFM du Dr Vilbert ainsi que ceux du modèle multifacteur utilisé par le Dr Booth, aux fins de son appréciation du taux de rendement de Gaz Métro. [nos soulignements]

[...]

[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.

[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. [nos soulignements]

- D-2009-156, para 290-291.
- Voir au même effet : D-2010-147, para 99-100.

171. Les Demanderesses soumettent que l'environnement économique actuel est incertain, tout comme il existait des incertitudes en 2009 (D-2009-156), une année où la Régie a déterminé qu'il était nécessaire de prendre en considération le MEÉAF.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 103- (lignes 14-25), p.104 (lignes 1-16).
- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 222 (lignes 6-20).

172. Par ailleurs, la Dre Villadsen a expliqué que l'utilisation du MEÉAF (et des bêtas ajustés), dans les circonstances actuelles, n'avait pas un impact énorme sur les résultats.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, p. 21.

173. Finalement, la Dre Villadsen a expliqué que bien que la Régie ait parfois rejeté l'utilisation du MEÉAF, il demeure qu'à titre d'experte, la Dre Villadsen estime devoir présenter à la Régie les meilleures méthodologies.

- Contre-interrogatoire de la Dre Villadsen, 16 juin 2022, NS vol. 4, p. 21 (lignes 9-25) et p. 22 (lignes 1-9).

174. Les Demanderesses soumettent que les attentes de la Régie à l'égard du témoin expert exigent une conduite comme celle de la Dre Villadsen, particulièrement dans un contexte où le dernier dossier de taux de rendement avec preuve d'experts date de plus de 10 ans.

- Voir aussi Attentes de la Régie de l'énergie relatives au rôle des témoins experts (18 juillet 2011), Point F.

Hamada

175. La méthode d'ajustements Hamada est une méthode reconnue par la littérature afin d'offrir plus de précisions aux résultats obtenus par le MÉAF et le MEÉAF. Elle permet de prendre en compte l'impact de la structure de capitaux sur le taux de rendement.

176. Divers organismes de réglementations tels que le *U.K. Competition Commission* et le *California Public Utilities Commission* l'utilisent afin de déterminer de façon plus précise le taux de rendement pour l'entité qu'ils régulent. La Régie ne s'est pas encore penchée sur l'utilisation de l'approche Hamada.

- Voir à cet effet les sources citées par la Dre Villadsen à la note 39 Pièce BV-1, p.9 et la page 11 de son témoignage écrit, B-0015.
- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 26.
- Voir par exemple : Réponse à la DDR No 1 de la Régie sur la Demande conjointe (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0143, réponse 16.9:
 - The California Public Utilities Commission, Decision D.12-12-034 relied on Hamada adjusted betas (p. 38).
 - The Oregon Public Utilities Commission's staff relies on the Hamada method. See, for example, testimony of Matt Muldoon in UE-319.
 - Mexico's Comisión Reguladora de Energía relies on the Hamada adjustment; see, for example, Appendix 3 to RES/338/2013.

177. La Dre Villadsen analyse le levier financier sur ses échantillons à l'aide de l'ajustement Hamada. Cette méthode permet d'isoler le bêta de chaque entité réglementée de l'échantillon et de calculer le bêta moyen de ces entités, selon la structure de capital des Demanderesses à partir de la méthode MÉAF. Ainsi, il est possible de comparer les bêtas des entités avec la même structure de capital et le même risque systématique lié à cette structure, d'où la pertinence de calculer et de valider ses résultats avec l'ajustement Hamada.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A60, p.65-66.
- Témoignage écrit de la Dr Villadsen, B-0015, Pièce BV-1, p.11.

178. Pour sa part, le Dr Booth ne se fie pas au Hamada. Sa critique à la Dre Villadsen correspond à une mauvaise compréhension de sa méthodologie et la Régie devrait écarter ses arguments.

179. En effet, l'annexe E du Dr Booth critique l'utilisation de la méthode ATWACC, une autre méthode qui n'est pas utilisée par la Dre Villadsen à l'égard de son MÉAF.

180. Cette annexe est en réalité une critique à la preuve qui avait été soumise en 2009. Tel que l'a expliqué la Dre Villadsen dans sa réponse à la DDR du Dr Booth, la méthode qu'elle a employée n'est pas dérivée d'un modèle assumant qu'il existe un avantage au niveau fiscal pour les actionnaires lors de l'émission de dettes. La Dre Villadsen explique brièvement la distinction entre les ajustements Hamada et le ATWACC dans sa réponse à la DDR de la Régie. De plus, il faut noter que l'ajustement Hamada ne sert qu'à vérifier les résultats de la Dre Villadsen obtenus à partir du MÉAF. L'annexe E du Dr Booth critique une méthode qui n'est pas utilisée par la Dre Villadsen, ce qui n'est donc pas pertinent.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, Annexe E, C-ACIG-0042, p.1.
- Les erreurs du Dr Booth sont reprises dans son interrogatoire en chef (Interrogatoire en chef du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p.42 (lignes 24-25), p.43 (lignes 1-4).
- Réponse à la DDR No 1 du Dr Booth (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0193, Réponse 13.9.
- Réponse à la DDR no 1 de la Régie sur la Demande conjointe (à l'attention de la Dre Villadsen), réponse 16.8.
- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 24.

181. Les Demanderesses soumettent que l'ajustement Hamada est pertinent et reconnu pour vérifier le bêta. La Régie peut s'y fier pour ajuster le taux de rendement résultant du MÉAF et ainsi, obtenir des résultats mieux adaptés au contexte.

c) AFM

182. Les experts s'entendent sur la pertinence d'utiliser la méthode AFM. À titre de rappel, la méthode de l'actualisation des flux monétaire (AFM, *Discounted Cash Flow* ou DCF) permet de déterminer la valeur d'un investissement en se fondant sur les prévisions de flux de trésorerie futurs, en utilisant un taux d'actualisation. Cette méthode fonctionne bien pour les entreprises qui sont matures et stables comme les Demanderesses.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.72 (Q/ A66).

183. La Régie a déjà reconnu la nécessité de prendre en compte les résultats produits par le modèle AFM, comme 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.

- D-2011-182, para 243.
- D-2010-147, para 99.

184. Lorsque le flux de trésorerie est composé de dividendes, le taux d'actualisation des flux de trésorerie équivaut au taux de rendement. Lorsque l'on considère un taux de croissance des dividendes constant et perpétuel, le coût du capital peut également être représenté selon la formule suivante, aussi appelée « *single-stage DCF model* » ou « *Gordon Growth model* » :

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{D_0}{P_0} \times (1 + g) + g$$

Où

r est le taux de rendement;

P_0 est la valeur des flux de trésorerie actualisée;

D_0 est le dividende actuel;

g est le taux de croissance estimé du dividende à la fin de la période subséquente.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.70-71 (Q/ A65).

185. Il existe diverses versions alternatives de l'AFM. La Dre Villadsen se fonde sur deux versions, soit le *single-stage DCF model*, décrit précédemment, et un modèle à plusieurs étapes utilisant différents taux de croissance. La version *multi-stage* AFM est avantageuse lorsqu'il y a des raisons de croire que les investisseurs prévoient des taux de croissance différents dans le court et long terme. Ainsi, cette version permet une plus grande flexibilité quant aux attentes des investisseurs. La méthode de la Dre Villadsen est explicitée en détails dans son témoignage écrit, dans ses réponses aux demandes de renseignements et lors de son témoignage à l'audience.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A66, p.72; Voir également la pièce au soutien de son témoignage écrit BV-1, p.2.

- Réponse à la DDR No 1 du Dr Booth (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0193, Réponse 11.

186. La méthodologie à plusieurs étapes permet d'ajuster les prévisions des taux de croissance au taux de croissance à long terme (*long-term nominal GDP growth rate*). Ainsi, l'utilisation des deux méthodologies est complémentaire et permet de déterminer un taux de croissance de façon plus précise.

187. La Dre Villadsen évalue selon la méthode AFM qu'un taux de rendement raisonnable devrait se situer entre 9,8%-10,5% à une structure de capital comportant 40% d'actions et 9,4% à 10,8% pour une structure comportant 46% d'actions. À une structure de capital à 43% d'actions, un taux raisonnable se situe de 9,9% à 11,4%.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.74-75 (Q/ A70).

188. Pour sa part, le Dr. Booth reconnaît la nécessité de se référer au AFM dans le contexte actuel, afin de comparer les résultats obtenus par l'application du MÉAF. Par exemple, il considère qu'un taux d'inflation élevé est bien reflété dans le AFM. Il estime qu'un taux de rendement raisonnable découlant du calcul de son AFM se situe entre 8.0-9.0%, après son ajustement en fonction d'un taux d'inflation de 2%.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p.73 et 75.

189. Le Dr Booth réfère à des recherches génériques sur l'AFM à l'effet que les analystes augmentent leur biais face au taux de croissance. Or, afin de se baser sur des recherches fiables, il devrait se référer aux données portant sur des entités qui sont règlementées, soit des entreprises similaires aux Demanderesses. En effet, ces entreprises sont plus stables que la moyenne générique, ont un plus grand historique et ont plus d'actifs et de revenus.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 117-118.

190. De plus, le Dr Booth ne se fonde pas sur des données récentes. Il se fie tout au plus à des données de 2018.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p.83-85.

191. Enfin, il n'est pas approprié de s'en tenir qu'à la croissance du PIB dans le cadre du AFM, comme l'a fait le Dr Booth, puisqu'il existe des données plus pertinentes pour le court terme. Il est préférable de s'appuyer sur des données fiables et personnalisées pour déterminer la croissance des entreprises règlementées d'un échantillon dans le court terme. Ainsi, la croissance annuelle de l'économie en général ne devrait pas être prise en compte pour le court terme.

- Interrogatoire en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, A-0058, p. 117-118.

192. Finalement, tout en adoptant une approche moins rigoureuse, on note que les résultats du Dr Booth lors du calcul de son AFM n'ont pas d'impact sur la recommandation qu'il émet sur le taux de rendement, sa recommandation systématique de 7.5% étant à l'extérieur des résultats de son AFM de 8.0-9.0%.

3) **L'utilisation d'un échantillon comparable**

193. Le distributeur repère est une société d'utilité publique présentant un niveau de risque faible et il est défini à partir de données qui concernent des sociétés réglementées comparables formant un groupe de référence.

- D-2011-182, para 219-220.

194. Les experts des Demanderesses se sont fondés sur des données tant canadiennes qu'étatsuniennes pour former des échantillons d'entités réglementées comparables à partir d'entreprises de services publics des deux juridictions.

195. Les Demanderesses soumettent qu'il faut accorder une pondération accrue aux données et études relatives à des entités réglementées étatsuniennes afin de bien capturer le risque d'affaires. En effet, l'échantillon combiné avec une pondération supérieure des entités réglementées étatsuniennes représente mieux le marché de l'Amérique du Nord.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.48 (Q/ A45).
- Témoignage écrit de du Dr Brown, B-0027, p.32-33 (Q/ A54).

196. Les marchés canadiens et étatsuniens ont un niveau d'intégration élevé, tel que mentionné précédemment.

197. La Dre Villadsen a établi 3 échantillons (1 canadien et 2 étatsuniens) pour comparer et vérifier ses résultats.

198. La Dre Villadsen a conclu que les échantillons des entités réglementées canadiennes et étatsuniennes de gaz naturel étaient la référence clef. L'échantillon d'entités réglementées avec des activités liées à l'eau est utile à des fins de comparaison.

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 11
- Voir la preuve détaillée de l'intégration des marchés et relative aux échantillons comparables aux p. 44-59 du Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015.

199. L'échantillon canadien est composé d'un nombre restreint d'entreprises publiques qui ont des activités réglementées au Canada, d'où la pertinence de les considérer à titre comparatif pour l'exercice de détermination du taux de rendement. Ces entités canadiennes sont diversifiées et ont des secteurs d'affaires qui ne sont pas réglementés ou des activités réglementées autres que la distribution et la transmission de gaz et d'électricité. Leurs opérations sont plus diversifiées au niveau des opérations et des juridictions que les Demanderesses.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 52-53 (Q/ A48 et A49).

200. Il est donc nécessaire de se tourner vers d'autres comparables, d'où la pertinence des échantillons étatsuniens.

201. La Dre Villadsen explique que de se limiter à un groupe canadien aussi restreint pourrait provoquer des erreurs dans les estimations. Les comparables étatsuniens sont pertinents, car les environnements d'affaires et la réglementation applicable sont similaires pour les entités

sélectionnées au Canada et aux États-Unis. De plus, les opérations de l'échantillon canadien d'entités réglementées se concentrent environ 48% au Canada, 48% aux États-Unis et 4% ailleurs; plusieurs entreprises du milieu énergétique ont acquis récemment des entités étatsuniennes.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 52-54 (Q/ A49).

202. Finalement, les investisseurs au Canada considèrent des investissements alternatifs tant au Canada qu'aux États-Unis. Par exemple, des fonds de pension canadiens ont investi de manière importante dans des actifs réglementés étatsuniens. Il est attendu que les Demanderesses aient des rendements similaires aux entités réglementées étatsuniennes offrant des opportunités d'investissement comparables.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.48 (Q/ A45) et p.53-54 (Q/ A49).

203. Pour les fins de l'évaluation des risques d'affaires, les experts Brown et Hopkins ont confirmé l'utilité et la pertinence de l'échantillon des entités réglementées étatsuniennes ayant des activités de gaz naturel.

- Voir à ce sujet la section 5a) sur le distributeur repère dans la section B portant sur le risque d'affaires.
- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 153-156

204. Pour sa part, le Dr Booth a utilisé un seul échantillon d'entités réglementées canadien pour la comparaison des taux de rendement et des structures de capital.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 94.

205. Le seul appui sur ce groupe limité n'est pas suffisant, à la lumière des motifs soulevés plus haut par la Dre Villadsen sur le caractère incomplet d'un tel échantillon.

206. Les Demanderesses notent qu'une preuve suffisante a été administrée pour démontrer l'utilité, la comparabilité et la pertinence d'utiliser les échantillons étatsuniens définis par la Dre Villadsen dans le présent dossier.

207. Rappelons que la Régie reconnaît la pertinence d'une pondération des données canadiennes et étatsuniennes pour l'établissement de la prime de risque du marché, tel qu'abordé précédemment.

208. La preuve fait voir que les échantillons canadiens et étatsuniens présentent des valeurs de bêtas et des notations des agences de crédit qui sont comparables et qui permettent d'utiliser ces données étatsuniennes.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, Figures 18, 20 et 21, p. 53 et 59.

209. Finalement, on note que trois experts sur quatre (Drs Hopkins, Brown et Villadsen) ont confirmé l'intérêt d'utiliser à titre de comparaison des entités réglementées étatsuniennes pour l'exercice que la Régie est appelée à faire dans le cadre de la présente instance. Ceci démontre donc de manière probante la pertinence d'utiliser les échantillons étatsuniens.

4) **Synthèse de l'ensemble des résultats et recommandations relatives aux taux de rendement**

210. Au terme de l'analyse des méthodes proposées afin de recommander un taux de rendement, les experts Villadsen et Booth sont arrivés aux résultats qui suivent, que les Demanderesses présentent sous forme de synthèse comparative dans un tableau conçu à partir des éléments tirés de la preuve.

Taux de rendement repère pour Énergir	Dre. Villadsen (43% d'avoires ordinaires, mise à jour)		Dre. Villadsen (43% d'avoires ordinaires, rapport)		Dr. Booth (38.5% d'avoires ordinaires, 7.5% d'actions privilégiées)	
	Inférieur	Supérieur	Inférieur	Supérieur	Inférieur	Supérieur
[1] Taux sans risque	3,40%	3,40%	2,30%	2,30%	3,37%	3,37%
[2] Prime de risque de marché	5,86%	5,91%	5,68%	8,05%	5,50%	6,00%
[3] Bêta	0,89	0,92	0,91	0,95	0,5	0,55
[4] Prime de risque du distributeur repère	5,2%	5,4%	5,17%	7,65%	2,75%	3,30%
[5] Sous-total	8,62%	8,84%	7,47%	9,95%	6,12%	6,67%
[6] Prime de risque du distributeur repère et écarts de crédit courants	0,37%	0,00%	0,17%	0,00%	0,43%	0,43%
[7] Sous-total: distributeur repère selon MÉAF, avec ajustements requis	8,99%	8,84%	7,64%	9,95%	6,55%	7,10%
[8] Ajustments (Dr Villadsen: Hamada / Dr Booth: Frais d'émission)	0,76%	1,41%	2,11%	1,30%	0,50%	0,50%
[9] Résultats MÉAF à 43% d'avoire ordinaire	9,75%	10,25%	9,75%	11,25%	7,05%	7,60%
[10] Autres modèles (AFM)	8,25%	11,50%	9,90%	11,40%	6,91%	9,15%
[11] Ajustement pour prime de risque d'affaires	moitié supérieure de l'échantillon de gaz naturel		moitié supérieure de l'échantillon de gaz naturel		-	
[12] Recommandation	10,00%		10,00%		7,50%	

* Pour le MÉAF et l'AFM, les figures mises à jour représentent l'échantillon de gaz LDC.

	Sources de la Dre Villadsen (mise à jour)	Sources de la Dre Villadsen (rapport)	Sources du Dr Booth
[1]	Présentation p. 36	Présentation p. 36	Rapport p. 85
[2]	Présentation p. 17	Présentation, p. 17	Rapport p. 85
[3]	Engagement 4	Rapport, p. 53 (bêta canadiens) + p. 59 (bêtas de gaz naturel)	Rapport du Dr Booth p. 85
[4]	[2] x [3]	[2] x [3]	[2] x [3]
[5]	[1] + [4]	[1] + [4]	[1] + [4]
[6]	Engagement 4	Rapport de la Dre Villadsen, p. 100	Rapport du Dr Booth p. 85
[7]	[5] + [6]	[5] + [6]	[5] + [6]
[8]	[9] - [7]	[9] - [7]	Frais d'émission, Rapport du Dr Booth p. 85
[9]	p. 37 de la présentation (9,75%-10,25% pour NGS)	Rapport de la Dre Villadsen p. 76	
[10]	p. 37 de la présentation (9,25%-12% pour NGS)	Rapport de la Dre Villadsenp. 74	Rapport du Dr Booth p. 85; annexe D, tableau 13
[11]	Témoignage du Dr Brown	Témoignage du Dr Brown	
[12]		Présentation p. 37	Rapport du Dr Booth p. 3

211. Il faut ajouter 50 points de base à la recommandation de la Dre Villadsen pour la demanderesse Intragaz et 15 points à la recommandation du Dr Booth pour Gazifère.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 5 (lignes 13-16);
- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 101.

212. Tel qu'il a été démontré en contre-interrogatoire, il appert que la recommandation de base de 7.5% du Dr Booth est générique et préétablie, donc stérile au contexte dans lequel elle est

appliquée. Ce genre d'approche ne peut répondre à l'exercice attendu par le législateur en vertu de la *LRE*.

- Voir la section sur le Droit applicable, *supra* section V.

213. Plus précisément, le Dr Booth a clairement indiqué en audience que sa recommandation de 7.5% demeurerait constante dans un contexte où le rendement des obligations du gouvernement canadien ne dépassait pas 3.8%.

Q. [368] But the underlying financial data changes, but it has no effect ever on your result. It remains at seven point five (7.5), no matter the interest rate, no matter the inflation, it will always come down, come up to seven point five (7.5) and that has been the case since two thousand and ten (2010), correct?

R. You can thank the Government of Canada, for that.

Q. [369] Okay, but the answer is yes?

R. The answer is yes, as long as, ever since nineteen ninety-six (1996), when the Government of Canada and the Bank of Canada agreed to a two percent (2%) target rate of inflation. [...]

- Contre-interrogatoire Dr Booth 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 195 (lignes 5-17).

And I am not going to change my view until we see a long Canada bond yield above one point eight (1.8), sorry, three point eight percent (3.8%).

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 196 (lignes 9-12).
- Voir aussi : Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 2 (lignes 16-18).

214. Cette recommandation est la même pour tous les dossiers de taux de rendement impliquant des distributeurs gaziers pour lesquels il a été appelé à témoigner depuis la dernière décennie dans diverses provinces canadiennes aux réalités énergétiques différentes.

- Par exemple, cela a été le cas pour Fortis BC Energy en 2012-2013 (B-0379), pour Hydro-Québec en 2014 (B-0380), pour ATCO Pipelines en 2016 (B-0381), pour Fortis BC Energy en 2016 (B-0382), pour Newfoundland Power en 2018 (B-0383).
- Voir Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS, p.198 (lignes 12-15), p.199 (lignes 7-11, 16-21), p. 200 (lignes 8-20).
- C'est d'ailleurs ce qu'il explicite dans son article de l'ouvrage *Energy Law and Policy*, par Bardon Kaiser et Bob Heggie (Éd.), B-0378.

215. Sa recommandation pour le présent dossier était déjà connue avant qu'il entame son travail.

Q. [388] Now, is it fair to say, Dr. Booth, that when you started to work on your expert evidence, or even before you started to your work on your expert evidence, in late two thousand and twenty-one (2021), you

already knew that you were going to recommend seven point five percent (7.5%) ROE for Énergir. Correct?

R. That's correct. The key feature really was the business risk. Not the ROE.

- Contre-interrogatoire Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 203 (lignes 3-11).

216. La méthodologie du Dr Booth révèle une approche statique et invariable dans le temps. La Régie ne saurait y accorder une grande valeur probante. Une telle approche vide de son sens la *LRÉ* qui ne prévoit pas de taux de rendement de 7.5%, mais qui exige plutôt de la Régie qu'elle établisse un taux de rendement « raisonnable », ce qui appelle à une analyse des circonstances et réalités propres et actuelles des distributeurs.

Q. [370] So basically, if I understand you correctly, as long at the long term yield is below three point eight percent (3.8%), there is no use for rate of return hearings, it is just... it should be seven point five (7.5), nothing changes, no matter the interest rates.

R. The Régie hasn't changed the allowed ROE for Gaz Metro, sorry, Énergir since two thousand eleven (2011). So I would say the Régie agrees with me as well.

Q.[371] No, but we are doing this hearing now.

R. Well, that's true, but you have to do it periodically, just to have an evidentiary record that either something has changed or something hasn't changed. It can go on forever, unless the companies generally ask for a rate hearing, just to make sure everything is fair, or the Board or the Régie brings companies in to make sure everything is fair, but...

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p.196 (lignes 22-25) et p.197 (lignes 1-15).

217. Les Demanderesses soumettent que la Dre Villadsen a justifié ses recommandations par le biais de nombreuses méthodes et scénarios et que dans un contexte d'instabilité des marchés et à la lumière des risques d'affaires en preuve, la Régie devrait retenir la méthodologie et les recommandations de la Dre Villadsen.

218. Les Demanderesses abordent dans la section (VI. B) qui suit les détails relatifs au niveau de risque d'affaires qui a influencé la recommandation de la Dre Villadsen. Plus loin, les détails concernant les structures de capital à la lumière desquelles les experts fondent leurs recommandations seront développés.

5) **Commentaire sur la décision du NBEUB du 29 octobre 2021**

219. Le 29 octobre 2021, la Commission de l'énergie et des services publics du Nouveau-Brunswick (« **Commission du NB** ») a rendu une décision fixant le taux de rendement et la structure de capital de Liberty Utilities à 8.5%.

- NBEUB, Liberty, matter No. 491.

220. Le Dr Booth se réfère abondamment à cette décision dans son témoignage écrit et accorde de la crédibilité à ses résultats en référence aux constats émis dans cette décision. Il critique sévèrement les résultats et la méthodologie de la Dre Villadsen en raison de l'écart entre le taux de rendement raisonnable calculé par celle-ci et le taux de rendement accordé par la Commission du NB.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 3, 7-9, 12, 65, 95, 99.

221. Or, il appert que le 23 juin 2022, la Cour d'appel du Nouveau-Brunswick a renvoyé l'affaire à la Commission du NB, suivant le constat que la décision était déraisonnable.

- *Liberty Utilities (Gaz Nouveau-Brunswick) LP représentée par son associée commanditée, Liberty Utilities (Gaz Nouveau-Brunswick) Corp. c Commission de l'énergie et des services publics du Nouveau-Brunswick, 2022 NBCA 29, para 39, [Liberty Utilities, 2022 NBCA 29].*

222. La Cour d'appel a identifié de nombreuses failles dans la décision de la Commission du NB, principalement quant à un manque de motifs justifiant la raisonnable du taux de rendement ordonné. Par exemple, la Cour d'appel a reproché à la Commission du NB:

- i. D'avoir ignoré la soumission de l'intervenante publique qui avait suggéré que le taux de rendement de Liberty soit de 10%, même si son expert (le Dr Booth) avait recommandé une fourchette de beaucoup inférieure.
- ii. D'avoir omis d'expliquer comment le taux de rendement d'entreprises comparables justifiaient celui ordonné à Liberty. Il y avait également des incertitudes quant aux entreprises comparables utilisées;
- iii. D'avoir omis d'expliquer comment elle a fait les ajustements ou appliqué les contrôles au MÉAF modifié.

- *Liberty Utilities, 2022 NBCA 29, para 25-37.*

223. Dans ces circonstances, la Régie ne devrait pas tenir compte de la décision de la Commission du NB. Les propos du Dr Booth sur cette décision ne devraient pas non plus être tenus en compte par la Régie.

B) RISQUES D'AFFAIRES

1) Définition et méthodologie

224. Le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire doit être établi en tenant compte du niveau de risque associé à l'investissement :

The compensation that investors require on the different types of capital used to finance utility assets depends on the relative risks that investors are bearing and on the returns that are available on alternative investments of similar risk. A fair return is synonymous with the opportunity cost of capital, which, in turn, represents the aggregate return

investors require to keep their capital invested and to invest new capital in the utility.

[Nos soulignements]

- Kathleen McShane & Michael Cleland, eds, “Fair return” in Gordon Kaiser and Bob Heggie *Energy Law and Policy* (Toronto: Carswell, 2011) p. 495-496.

225. La littérature spécialisée en matière de réglementation d'utilités publiques dans le secteur de l'énergie définit le risque d'affaires comme suit :

The Fair Return Refers to the Overall Cost of Capital

The determination of a fair return must take into account all of the elements of the cost of capital, including the capital structure (proportions of debt and equity financing the rate base) and the cost rates for each of the types of financing. It is the overall return on capital that must meet the requirement of the fair return standard.

Essentially, this is the case because the various elements of the cost of capital are inextricably linked; it is impossible to determine, for example, if the return on equity is fair without reference to the capital structure of the utility.

An understanding of why the fair return standard must refer to the overall cost of capital starts with the recognition that the utility's cost of capital is largely a function of its business risks. Business risks comprise the risks associated with the assets of the utility. Business risks reflect the fundamental characteristics of the utility's operating environment (demand for the utility's services, competition, supply factors, operating risks) that can lead to failure to recover a compensatory return on the investment and/or a failure to recover the capital. Business risks also include the regulatory framework under which the utility operates. The prevailing regulatory framework effectively represents the allocation of the fundamental business risks between investors and ratepayers. The higher business risks, the higher the utility's costs of capital.

[Nos soulignements]

- Kathleen McShane & Michael Cleland, eds, “Fair return” in Gordon Kaiser and Bob Heggie *Energy Law and Policy* (Toronto: Carswell, 2011) p. 497-498.

226. Les descriptions du risque d'affaires retenues par les Drs Brown et Hopkins correspondent d'ailleurs à celle présentée dans l'extrait précité:

Business risk relates to the operations and business environment of a company, and is therefore not influenced by the way that a company is financed (ie, financial risk, which is addressed in Dr. Villadsen's testimony).

- Témoignage écrit du Dr Brown B-0027 (Q/A4), p. 2.
- Témoignage écrit du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 5-6 (Q/A12-13).

227. Puisque la compensation exigée par les investisseurs pour financer les actifs des services publics dépend des risques relatifs que ceux-ci tolèrent et des rendements disponibles d'investissements alternatifs, le risque d'affaires s'évalue essentiellement sur la base d'un exercice comparatif :

Comparative risks. In the Hope case, the Supreme Court stated that “the return to the equity owner should be commensurate with returns on investments in other enterprises having corresponding risks. It is quite generally accepted that this test does not require either, 1) a judgmental comparison of the specific risks of the regulated enterprise vis-à-vis other regulated or unregulated enterprises; or 2) any analysis beyond the cost of capital of the regulated enterprise; that is if the rate of return allows the debt to be serviced and provides for cost of equity, the comparative risk requirement is fully satisfied.

- Leonard Saul Goodman, *The Process of Ratemaking*, vol 1 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998) 595.

228. Ainsi, aux fins de son rapport d'expertise, le Dr Brown a procédé à une évaluation comparative du risque d'affaires des Demanderesses, en considérant les cinq (5) catégories de risque (la demande, la concurrence, l'exploitation, la réglementation, et l'approvisionnement), conformément aux principes réglementaires reconnus.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, N.S. vol. 2, p.177 (lignes 21-25).

229. Cet exercice comparatif requiert, dans un premier temps, d'identifier les risques significatifs pour l'entreprise sous étude et, dans un deuxième temps, de comparer ces risques avec ceux du « distributeur repère ». Cet exercice est effectué afin de déterminer le niveau de risque relatif de cette entreprise par rapport aux investissements possibles dans les entreprises dont le risque d'affaires est comparable, et ce, afin d'assurer un taux de rendement raisonnable sur le capital investi:

Looking at anyone particular utility we need to understand what are the risks associated with investing in that utility relative to other utilities that investors could invest in and in particular that means that we need to understand the risks that investors care about and what it is about the environment in which that particular utility operates that makes its either more risky or less risky than a different utility.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p.176, lignes 2-10.

230. Tous les risques auxquels sont exposés les entités réglementées ne sont pas nécessairement significatifs ou pertinents pour l'évaluation du risque d'affaires aux fins d'établir un taux de rendement raisonnable:

« And important to note not all of the risks facing the Quebec Utilities are really relevant for present purposes. Even if they are risks that must be dealt with and managed, if those risks are similarly facing other utilities then specifically the utilities in Dr Villadsen's sample then they're not really relevant for our purposes here because what we're trying to do is to assess the business risk of the Quebec Utilities relative to the business

risk of the sample and it's that comparison that allows a conclusion to be drawn about where the Quebec utility sits relative to a range of business risk defined by the utilities in the sample. »

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p.179 (lignes 4-17).

231. L'évaluation du risque d'affaires peut également tenir compte de ce qui importe aux investisseurs, soit la volatilité des rendements et l'incertitude liée à la récupération du capital de l'entreprise.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p.178 (lignes 3-15).

232. La volatilité des rendements revêt toutefois une importance de second rôle dans l'analyse puisque l'incertitude liée à la récupération du capital de l'entreprise est plus importante à considérer. Il faut également être prudent en analysant la volatilité des rendements, de sorte à prendre en compte les éléments extrinsèques pouvant venir affecter leur volatilité. Cela sera traité plus loin.

233. Par ailleurs, l'exercice d'évaluation du risque d'affaires ne s'effectue pas en appréciant de manière particularisée chacune des composantes du risque. Elle s'effectue plutôt par l'appréciation globale du risque d'affaires :

- D-96-31.
- D-2007-116.
- D-2010-147.
- D-2014-034.

a) Évaluation quantitative du risque

234. Les Intervenants prétendent que l'évaluation du risque d'affaires des Demanderesses doit s'effectuer sur la base d'une évaluation quantitative des divers risques identifiés par le Dr Brown. Ils reprochent d'ailleurs à ce dernier de ne pas avoir effectué d'analyse quantitative de ces divers éléments de risque.

235. Les Demanderesses soumettent que cette prétention est mal fondée et ne respecte pas les principes applicables en matière d'évaluation des risques d'affaires aux fins de la détermination du taux de rendement.

236. L'évaluation du risque d'affaires d'une entité réglementée devant s'effectuer selon une appréciation globale et sur la base d'une approche comparative, elle peut se fonder en partie sur des données chiffrables, mais ne consiste pas en une évaluation quantitative du risque.

237. Lorsque la quantification de certaines composantes du risque était possible, le Dr Brown a effectué l'exercice et a tenu compte du résultat dans son évaluation globale du risque.

But, where, where it was possible to quantify things, I did that. And so, even if it's on a unity level of, you know, counting. Which, which utilities have rules about, have targets about renewable natural gas. So one does one's best but it's, it's not, it's not something that can be measured exactly.

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p.202 (lignes 14-20).

238. Toutefois, par leur nature, la plupart des composantes du risque d'affaires ne sont pas quantifiables, ce qui rend un exercice de quantification impossible à effectuer :

I've done my best in a systematic way to review the risks described in the Aviseo report and to identify those, those elements which, which are different for the Quebec Utilities relative to the sample. Those differences are what give rise to my conclusions. I've done my best to set them out as clearly as I can in my testimony. But it's not, these are not topics which can be measured or have exact numbers attached to them.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p.206 (lignes 7-15).

239. Tel est le cas notamment du risque d'affaires lié à l'adoption et à la mise en œuvre de nouvelles politiques publiques, de mesures gouvernementales ou de lois ou règlements visant à restreindre l'usage du gaz naturel ou à accélérer la transition vers des formes d'énergies renouvelables.

240. Il appert de la preuve que les Intervenants perçoivent les composantes du risque d'affaires comme des éléments pouvant être évalués exclusivement sur la base d'une formule mathématique préétablie, laquelle permettrait de chiffrer le risque d'affaires de chacune des Demanderesses. Tel n'est pas le cas, l'évaluation du risque d'affaires ne s'effectuant pas sur la base d'une formule :

"Q. [19] And does the share of residential energy use feature in any formula for utility shareholder returns?

R. I'm not quite sure what you mean by formula for returns but I'm happy to...

Q. [20] Because if...

R. ... accept that regulators setting utility rates do not need to look at... Will not look at the share of natural gas in household energy consumption in any sort of formulaic way."

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 21 (lignes 8-17).

241. Cela démontre une incompréhension de la notion du risque d'affaires, lequel doit être apprécié de façon globale et non mathématique.

242. Le Dr Hopkins a d'ailleurs admis s'être lui-même basé sur l'approche comparative en utilisant l'échantillon des entreprises étatsuniennes retenu par le Dr Brown, pour évaluer le risque d'affaires à court terme, sans quoi, l'évaluation n'aurait pu être effectuée.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 155 (lignes 11-25) et p. 156 (lignes 1-8).

- Preuve écrite du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 32 et p. 33 (Q/a 55, 56).

243. Ainsi, il serait erroné de conclure à une erreur méthodologique dans l'évaluation du risque d'affaires au motif que l'évaluation effectuée n'était pas quantitative.

2) **Horizon temporel du risque**

244. L'horizon d'évaluation du risque d'affaires constitue un élément central de l'analyse requise pour la détermination du taux de rendement et fait l'objet d'un désaccord entre les parties dans le présent dossier.

245. Pour être raisonnable, le taux de rendement doit permettre à l'investisseur d'être compensé pour le risque auquel il est exposé de ne pas recouvrer son investissement. En investissant sur le long terme, les investisseurs s'attendent à recevoir une compensation pour l'avoir dont il se privent aujourd'hui. De plus, ils assument le risque que le rendement réel obtenu soit inférieur à celui attendu. En somme, ils n'exigent pas de garantie, mais s'attendent à ce que leur rendement reflète le risque à long terme qu'ils acceptent d'assumer.

The fair return represents a real cost to the utility, no less real than the costs the utility incurs to pay wages or acquire materials and supplies. Investors require a return on the capital they commit to finance utility assets for two basic reasons:

1. Committing funds to a long-term investment means investors are deferring current consumption for the opportunity to enhance future consumption. The return investors demand on the capital committed represents the compensation they require to put off current consumption to a later date.

2. Investors are assuming the risk that the actual return on the capital they have committed will be less than the return they expect or less than the return they could have earned if they had invested their funds elsewhere.

[Nos soulignements; notre emphase]

- Kathleen McShane & Michael Cleland, eds, "Fair return" dans Gordon Kaiser and Bob Heggie, *Energy Law and Policy* (Toronto: Carswell, 2011), p. 495-496.

246. Le capital investi dans une entité réglementée finance des actifs dont la valeur est récupérée sur une période équivalente à leur durée de vie utile, laquelle varie entre 30 et 40 ans. L'horizon du risque d'affaires doit donc correspondre à cette durée.

And in making the assessment of business risk it's important that we look forward over the whole economic life of the utility assets because for an investor's perspective investors are worried about being able to recover their investment and that investment is only coming back over the economic life which could be thirty (30) or forty (40) years in the case of utility assets.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 180 (lignes 2-10 et 21-25) et p. 181 (lignes 1-15).

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 16 (lignes 14-24).

247. Le risque à court terme n'est pas pour autant entièrement écarté de l'analyse.

- D-96-31, p. 17, 18 et 61-63.

248. Comme le souligne le Dr Brown, les investissements dans les actifs sont effectués à long terme et ces actifs ne peuvent servir à d'autres fins que celles pour lesquelles ils sont acquis, ce qui en fait un investissement plus risqué.

Well, perhaps I can just step back again and...you know, if we think from the perspective of an investor in utilities, in utility assets, what is... what is that investor doing when it... when the investor makes... makes an investment? They are purchasing assets which in the case of the gas utilities are literally in the ground. Those assets have a very long economic life. And they have essentially no alternative use. If utilities assets are not being used to provide utility service, there is really nothing else you can do with them except, perhaps, sell them for scrap or something. The alternative use is minimal and so, really, that act of investing is in some sense quite risky because you're making a very long term commitment and you got no option after you've made your commitment to do anything else but sit there. And so, that, the starting point is, is really one of, of some exposure from the investor perspective.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 11 (lignes 6-24).

249. L'exercice d'appréciation du risque d'affaires global doit donc tenir compte des risques à court terme et des risques à long terme en accordant un poids relatif plus élevé aux risques à long terme puisque pour un investisseur, c'est le risque lié au caractère irrécupérable de l'investissement à long terme qui importe davantage.

Most of the uncertainty is further in the future than the next rate case. But equally most of the capital recovery is not happening in this year, or next year or the year after. It's happening further into the future. And therefore, when assessing business risks, the time horizon that needs to be employed is a long term one.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 25 (lignes 17-23).

250. Par ailleurs, le risque à long terme a un impact direct à court terme sur les investisseurs. En effet, ces derniers ajustent leurs attentes en évaluant si un investissement est jugé plus ou moins risqué comparativement à d'autres investissements comparables, ce qui par la même occasion, fait varier la valeur des actifs. En effet, un investissement plus risqué sur le long terme sera considéré de moindre valeur.

As I said earlier, investors are looking forward all the time, and if something happens to create additional risk of long term capital recovery, when that information is revealed, investors will update expectations about the long run and will price down, the value of assets, and so the impact on investors of that new information is immediate.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 220 (lignes 20-25) et p. 221 (lignes 1-2).
- Contre-interrogatoire du Dr Brown 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 222 (lignes 6-20).

Even though that's a long-term... Even though that changes the long-term that change has an impact on the value of the investment today and so even over a period of a few years what's relevant for investors is the whole life of the assets and that's why our forward assessment of business risk at... that we're doing today for the purposes of setting the authorized return today that assessment has to look forward over the life of the assets.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 180 (lignes 2-10 et 21-25) et p. 181 (lignes 1-15).

251. Malgré l'importance prédominante donnée par les Intervenants aux risques à court terme, le Dr Hopkins reconnaît que le risque à long terme est pertinent pour l'analyse du risque d'affaires.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 83 (lignes 19-22) et p. 84 (lignes 20-24).

252. Il choisit toutefois de ne pas en tenir compte et d'examiner plutôt, presque exclusivement, le risque à court terme. Il va jusqu'à recommander à la Régie d'établir le taux de rendement des Demanderesses, sans tenir compte du risque à long terme.

- Preuve écrite du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 4 (lignes 19-26), p.5 (lignes 1-8), p. 32 et p. 33 (Q/a 55, 56).
- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 72 (lignes 2-9).
- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 133 (lignes 3-7).

253. Les Demanderesses soumettent que cette position est erronée eu égard aux principes financiers applicables pour la détermination du taux de rendement et que si elle devait être retenue, cette approche donnerait lieu à l'établissement d'un taux de rendement qui ne pourrait respecter le critère fondamental de la raisonnable.

254. Les Intervenants et leurs experts reprochent aux Demanderesses de ne pas avoir déposé, dans le cadre du présent dossier, les projections à long terme portant sur le nombre de clients et les volumes de gaz, ainsi que les données habituellement disponibles dans le cadre de dossiers tarifaires.

255. Il importe de rappeler que les taux de rendement et les structures de capital actuels des Demanderesses ont été déterminés dans le cadre de dossiers tarifaires de ces entreprises, faisant en sorte de rendre accessibles les données relatives à ces dossiers tarifaires.

256. Tel n'est pas le cas en l'espèce. C'est à la suite d'un signal donné par la Régie dans le cadre de la décision D-2020-145 (R-4119-2020) à l'effet qu'elle entendait revoir le taux de rendement d'Énergir dans un futur dossier tarifaire ou générique, que les Demanderesses ont déposé leur demande conjointe dans le présent dossier. Aux termes de la décision D-2021-083, la Régie a autorisé les Demanderesses à présenter un dossier conjoint générique visant la détermination de leurs taux de rendement et structures de capital respectifs.

257. Ce faisant, la Régie a permis le traitement des enjeux relatifs au taux de rendement et à la structure de capital des Demanderesses de manière distincte des dossiers tarifaires et n'a pas requis que les données habituellement présentées dans les dossiers tarifaires soient déposées en preuve dans le présent dossier.

258. Par ailleurs, contrairement aux prétentions des Intervenants, les projections à long terme (soit sur un horizon de 30 ou 40 ans) de clients et de volumes n'ont jamais fait partie des dossiers tarifaires et n'ont jamais été requises pour l'établissement du taux de rendement.

259. Généralement, les données propres aux dossiers tarifaires portent sur l'année témoin uniquement. Au mieux, le plan d'approvisionnement, qui fait partie de tels dossiers, offre une projection sur 3 ou 4 ans. L'utilité de ces données à court terme demeure cependant limitée pour la détermination du taux de rendement, vu la prépondérance qui doit être donnée aux risques à long terme lors de l'évaluation du risque d'affaires global.

260. Les Demanderesses soulignent par ailleurs que les plans d'approvisionnement les plus récents d'Énergir et de Gazifère étaient accessibles aux Intervenants pendant toute la durée du présent dossier, ayant été déposés auprès de la Régie dans le cadre des dossiers tarifaires respectifs de chaque entreprise.

3) **L'approche préconisée par les Intervenants pour l'évaluation du risque d'affaires ne respecte pas les principes réglementaires applicables**

261. Les Intervenants et leurs experts fondent leurs positions sur des concepts qui sont étrangers aux principes réglementaires applicables en matière d'évaluation du risque d'affaires, soit les concepts du taux de rendement réalisé et de la mitigation et prudence, que nous aborderons dans la prochaine section.

b) **Les taux de rendement atteints ou dépassés ne sont pas pertinents**

262. Les Intervenants et le Dr Hopkins avancent que les Demanderesses ne sont pas aussi risquées qu'elles le prétendent et que, somme toute, leur risque n'a pas augmenté puisqu'elles ont réalisé et souvent dépassé, presque sans exception, leurs taux de rendement respectifs autorisés.

263. Or, il est clairement établi dans la littérature et la jurisprudence que les taux de rendement réalisés par le passé ne sont pas un élément pertinent à considérer dans l'évaluation du risque d'affaires pour les fins d'établir un taux de rendement raisonnable sur le capital investi, lequel est

établi sur une base prospective. Comme le passé n'est pas garant de l'avenir, l'analyse à effectuer requiert de porter un regard vers l'avenir, et non vers le passé, pour évaluer le risque d'affaires.

Past excess earnings excluded.

Under the rulings of the Supreme Court, past excess earnings cannot be used to sustain an otherwise inadequate rate for the future. The regulated company is entitled to the opportunity to earn a fair return in the future period. [...] an agency may not revisit an approved past rate, whether the rate in the past is now considered too high or too low. When the agency authorizes the filing of a rate, the filing has future legal effect. At the same time the agency gives no guaranty the company will realize the full amount of the revenues implied by the filing of the rate; the filing merely presents the regulated company with an opportunity to earn the return implicit in the filed rate.

[Nos soulignements]

- Leonard Saul Goodman, *The Process of Ratemaking*, vol 1 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998) 578.

The Commission considers that historical earnings above or below the approved ROEs do not help determine what the ROE for a future test period should be.

- AUC, Décision 27084-D01-2022, para 41.

264. Le D^r Hopkins soutient que la volatilité des taux de rendement réalisés, soit les écarts de rendement entre les taux autorisés et réalisés, est un indicateur particulièrement important pour évaluer le risque d'affaires à court terme. Toutefois, il commet deux erreurs majeures dans son analyse.

265. D'abord, tel que la Dr Villadsen le souligne, il faut apporter une distinction entre les taux de rendement comptables et les taux de rendement du marché. Seuls les derniers sont vraiment pertinents pour les investisseurs qui s'intéressent au retour qu'ils peuvent obtenir sur le marché.

My question to you is: in your opinion what is the relevance of these returns for the purpose of this hearing?

R. For the purpose of determining the cost of equity, it's not relevant. For the reason that what investors care about, is what total return do they get in the market place. That's not represented by this realized accounting return, and remember this an accounting return, so they care about what do they actually get from both earnings in the company and for capital appreciation, all of that matters to investors. This here is historic accounting information and therefore not relevant for my purpose of determining the cost of equity.

Q. [194] When you say "accounting", accounting as oppose to what?

R. Accounting as oppose to market returns.

- Interrogatoire du Dr Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 138 (lignes 23-25) et 139 (lignes 1-14).
- B-0131.

266. Le Dr Hopkins n'a pas analysé les taux de rendement du marché, mais plutôt les rendements comptables.

- Présentation du Dr Hopkins, C-ACIG-0088, p. 10-13.
- Témoignage écrit du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 13 (Q/A 25) et p. 16-17 (Q/A 29).
- B-0131.

267. Ensuite, en analysant les taux de rendements du marché, le Dr Brown ajoute qu'il faut uniquement tenir compte du risque qui ne peut être éliminée par diversification :

Other things equal, investors prefer returns that are less volatile. Thus, if investors expect returns to be volatile, and specifically if movements in achieved returns are correlated with returns from the market generally so that the volatility cannot be diversified away, the cost of capital increases and the allowed return needs to be higher.

[Nos soulignements]

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 8 (Q/A 11).

268. Or, dans le cadre de son analyse de la volatilité des taux réalisés, laquelle se fonde essentiellement sur ses conclusions quant au risque d'affaires des Demanderesses, le Dr Hopkins, ne fait pas cet exercice essentiel.

Q. [125] Eleven. We can go just to make sure that you've seen them and you have the context for the question. Eleven, and thirteen. So these slides essentially show return volatility. So my question is: do these charts show movements in achieved return that are correlated with the returns from the market generally so that the volatility cannot be diversified away? Or do these charts show total volatility?

R. These charts show a total volatility.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 163 (lignes 8-17).

269. Le Dr Brown explique que cette distinction est importante, car les taux de rendement peuvent être influencés par divers facteurs qui ne sont ni pertinents ni appropriés pour évaluer le risque d'affaires sur une base prospective :

And why didn't you study this? You stated in your report that volatility in returns and regulatory lag are closely related but you didn't look at this before concluding that the regulatory lag of the Quebec Utilities and the US sample are similar?

R. No. For a couple of reasons. Well one straight forward one is that I don't have the data on achieved returns for the US sample, but even if I did I'm not sure that that's the best way to assess regulatory lag on a forward looking basis because there could be other things showing up in historical achieved returns. There could be things, factors influencing achieved returns in the past which are just not relevant in the future. But in any event I don't have the numbers so that's not something I would I've been able to do.

What I did do is spend some effort in trying to understand what mechanisms are available to the sample utilities for rate making purposes and to understand on that basis to try and understand whether changes in costs or new costs that appear over time can those new costs be...

Can they result in an adjustment to rates relatively quickly or not and that's what I mean by regulatory lag and so that's why I... And I think we've looked yesterday at a... I heard a summary of the mechanisms that are available and many of the sample companies do have mechanisms to adjust rates without a full-blown rate case; and on that basis I judge the regulatory lag to be relatively short as it is in Québec.

[Nos soulignements]

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 19 (ligne 11).

270. L'analyse du risque d'affaires effectuée par le Dr Hopkins, fondée presque exclusivement sur une évaluation des rendements historiques et du risque à court terme est donc entachée d'erreurs et accorde un poids démesuré à la volatilité des taux réalisés.

271. Dans le cadre de son analyse, le Dr Brown a écarté la volatilité des taux, faute de données disponibles pour les entreprises faisant partie de l'échantillon étatsunien, et s'est plutôt penché sur les mécanismes disponibles aux entreprises de l'échantillon pour l'établissement des tarifs afin de déterminer s'il existe un décalage réglementaire. Il a toutefois écarté ce facteur qui ne distinguait pas les Demanderesses de l'échantillon étatsunien

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 19 (lignes 11-25) et p.20 (lignes 1-18).
- Témoignage écrit du Dr Brown, Q/A8, p. 6-7.

c) La mitigation des risques et le critère de prudence

i) ***Mitigation des risques***

272. Un des arguments principaux avancé par les Intervenants est à l'effet que les risques identifiés par les Demanderesses, soit la transition énergétique et les restrictions qui y sont connexes liées à l'utilisation du gaz naturel de source fossile, constituent plutôt des opportunités d'affaires permettant de mitiger le risque d'affaires des Demanderesses sur le long terme.

273. Il importe de souligner que toute mesure de mitigation, quoique pouvant représenter une nouvelle opportunité d'affaires, expose l'entreprise à de nouveaux risques.

Q. [76] Do you agree that the business opportunities that you are referring to also bring their own set of uncertainty and risks?

22 R. They do. (...)»

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 123 (lignes 19-22).

[60] So then, how would you see the policies regarding renewable natural gas and hydrogen as a source of risk? Isn't it rather a source of company survival?

R. Well, those two things may go together. It may be that the future of the Quebec Utilities is riskier than the past

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 32 (lignes 15-21).

274. De plus, la réalisation de ces opportunités d'affaires demeure hautement incertaine et même spéculative, puisque ces mesures de mitigation que l'on vise à mettre en place peuvent ne pas se concrétiser ou peuvent ne pas produire les résultats escomptés. Les efforts investis dans la mise en œuvre d'une mesure de mitigation n'en garantissent pas la réussite.

So, my question to you is: do you agree that mitigation measures or business opportunities still remain uncertain solutions? We don't know if they're going to be successful or not, even if they are looked into to, even if they are implemented. Do you agree with that assessment?

R. I agree that the elimination of risk is not possible."

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 124 (lignes 21-25) et p.125 (lignes, 1-3).

Q. [104] Do you agree that the mitigation measures or business opportunities remain uncertain that they may or may not be effective in reducing risk?

R. They may not be... yeah... individual action, individual program may not have the intended effects in reducing risk, which is again why a revisitaton or a regular process to think through what the risks are and what... with better information every time you come back is appropriate.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 145 (lignes 24-25) et p.146 (lignes, 1-8).

275. Ainsi, force est de constater que les risques d'affaires auxquels sont présentement confrontées les Demanderesses en lien avec la transition énergétique accélérée et avec la limitation de l'utilisation du gaz naturel de source fossile, ne sont pas des risques théoriques. Ils sont concrets et, de l'admission-même du Dr Hopkins, ne peuvent être neutralisés même en mettant en place des mesures de mitigation visant à les atténuer. Par ailleurs, l'existence même de l'offre biénergie susmentionnée est une preuve incontestable que le contexte d'affaires dans lequel évoluent les

Demanderesses aujourd'hui est plus risqué et force ces dernières à s'adapter à un nouveau paradigme.

[186] La Régie considère que l'Offre biénergie représente une approche commerciale inédite qui nécessite un changement fondamental, voire structurel, du modèle d'affaire d'Énergir.

- D-2022-061, para 186.
- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 145 (lignes 24-25) et p.146 (lignes, 1-8).

276. Le contexte de la transition énergétique au Québec s'accélère et doit être pris en compte pour refléter le risque auquel les investisseurs sont réellement confrontés lorsqu'ils sont appelés à choisir entre des entreprises comparables :

R. Well, perhaps I can put it this way, investors have choices and an investor given the choice between investing in a utility in Quebec where there is strong competition from electricity, which is already resulting in changes such as the bioenergy proposal, and that's one choice. Another choice is to invest in a utility in the southern part of the US where such things are not in prospect. Why not choose to invest outside Quebec, and because... thereby avoid the uncertainty that I'm talking about. And in order to redress the balance and make those two investments be equally attractive, the authorized return in Quebec needs to be slightly higher.

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 219 (lignes 10-23).

277. De l'opinion-même du Dr Hopkins, le changement radical imposé au modèle d'affaire d'entreprises d'utilité publique amène de l'incertitude, notamment en raison de sa nouveauté, le rendant imprévisible. Cette incertitude entraîne un risque d'affaires plus élevé qui doit se refléter dans le taux de rendement fixé par la Régie.

The risks to the existing gas utility business model from the policy-driven changes and the urgent need to address climate change are only going to grow. New business models are likely to be risky as well, if only due to their novelty. In a typical utility regulatory construct, investors have the opportunity to earn a return commensurate with the risk of their investment. This would imply that the allowed return on equity (ROE) for gas utilities might need to be higher. Higher allowed ROE generally corresponds to higher rates, but in the competitive context it is not clear that higher rates are sustainable.

- Asa Hopkins, Alice Napoleon & Kenji Takahashi, "Gas Regulation for a Decarbonized New York: Recommendations for Updating New York Gas Utility Regulations" (June 29, 2020) Synapse Energy Economics, p. 32.

278. Les Demanderesses soumettent que la preuve prépondérante au dossier démontre justement une augmentation du risque d'affaires auquel elles sont exposées aujourd'hui, résultant de

l'accélération de la transition énergétique et des restrictions associées à l'utilisation du gaz naturel de source fossile.

ii) *Le concept de prudence*

279. Les Intervenants se servent par ailleurs de l'argument de la mitigation pour détourner le débat vers un autre sujet qui déborde le cadre de l'examen visant la détermination du taux de rendement sur équité. En effet, les Intervenants s'intéressent à la conduite des Demanderesses, en suggérant que les mesures de mitigation des risques seraient une indication du distributeur prudent.

- Témoignage écrit du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p.4, 8 et 9 (Q/A 10, 19, et 20).

280. Ni la LRÉ ni les décisions antérieures de la Régie n'exigent des Demanderesses qu'elles fassent la preuve de leur prudence dans la conduite de leurs activités pour les fins de l'appréciation du risque d'affaires et la détermination du taux de rendement.

281. Comme l'explique le Dr Brown, la norme de prudence à laquelle sont tenues les Demanderesses s'applique plutôt lors de l'évaluation des coûts que les Demanderesses peuvent chercher à inclure dans leur base tarifaire aux fins de l'établissement des tarifs.

- Réponse à la DDR no 1 de l'AHQ-ARQ (à l'attention du Dr Brown), B-0162, réponse 1.1.

282. En effet, c'est aux fins de l'établissement des tarifs que la Régie s'intéresse à la nature prudente et utile des investissements en capital effectués par les Demanderesses.

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

l° établir la base de tarification du transporteur d'électricité ou d'un distributeur de gaz naturel en tenant compte, notamment, de la juste valeur des actifs qu'elle estime prudemment acquis et utiles pour l'exploitation du réseau de transport d'électricité ou d'un réseau de distribution de gaz naturel ainsi que des dépenses non amorties de recherche et de développement et de mise en marché, des programmes commerciaux, des frais de premier établissement et du fonds de roulement requis pour l'exploitation de ces réseaux; (...)

[Nos soulignements]

- Art. 49 LRÉ.

283. Par ailleurs, les entités réglementées bénéficient d'une présomption de prudence.

Prudence and Prudent Management

Under Good Utility Practice, a regulated firm's operating and investment decisions are typically considered prudent unless proven otherwise. In other words, utility management is given the benefit of the doubt, and management's decisions are presumed reasonable unless the facts show otherwise. [...] Moreover, the prudence of managerial decisions must be

judged on their reasonableness at the time those decisions were made and based on information then available. Prudence is not meant as an exercise in hindsight regulation. In essence, a prudent decision is one that a reasonable person could have made in good faith, given the information and decision tools available at the time of the decision.

[Nos soulignements]

- Jonathan A Lesser & Leonardo R Giacchino, *Fundamentals of Energy Regulation* (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 2007), p. 42.

Unless there is direct evidence of mismanagement, regulatory agencies will presume that management has properly performed its duties. [...]

PRESUMPTION FAVORS UTILITY MANAGEMENT. A legal presumption that utility management has acted prudently surrounds their investment decisions. In the absence of specific evidence of imprudence, the investment [...] must be included in rate base.

[...]

An allegation of imprudence must be supported by evidence that creates a serious doubt regarding the prudence of the investment.

[Nos soulignements]

- Leonard Saul Goodman, *The Process of Ratemaking*, vol 2 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998), p. 840, 860 et 861.
- D-2011-140, para 46.

284. Pour être considérée prudente, une décision doit avoir été raisonnable dans les circonstances connues ou qui devaient être connues par l'entité réglementée au moment où la décision a été prise :

La Décision réfère au test de prudence appliqué en Ontario par la Cour supérieure et la Cour d'appel dans l'affaire Enbridge c. Commission de l'énergie de l'Ontario (CEO) et par la Cour suprême des États-Unis dans plusieurs affaires, dont Violet c. FERC18.

La demanderesse a exposé l'évolution de ce « test de prudence » issu de la jurisprudence étatsunienne et importé en droit canadien par plusieurs décisions de nos tribunaux. La teneur du test et la façon de l'appliquer sont ainsi résumées par la Cour d'appel de l'Ontario citant avec approbation la décision de la CEO dans l'affaire Enbridge:

[10] The approach of the OEB to the “prudence” inquiry is captured in the following extract from its reasons:

While the parties described it in somewhat varying terms, in the Board's view they were in substantial agreement on the general approach the Board should take to reviewing the prudence of a utility's decision.

The Board agrees that a review of prudence involves the following:

Decisions made by the utility's management should generally be presumed to be prudent unless challenged on reasonable grounds.

To be prudent, a decision must have been reasonable under the circumstances that were known or ought to have been known to the utility at the time the decision was made.

Hindsight should not be used in determining prudence, although consideration of the outcome of the decision may legitimately be used to overcome the presumption of prudence.

Prudence must be determined in a retrospective factual inquiry, in that the evidence must be concerned with the time the decision was made and must be based on facts about the elements that could or did enter into the decision at the time.

[11] Neither the Divisional Court nor either party to this appeal takes issue with the correctness of the above quoted passage from the OEB's reasons. The "prudence" inquiry described by the Board has two stages. At the first stage, the decision of Enbridge is presumed to have been made prudently unless those challenging the decision demonstrate reasonable grounds to question the prudence of that decision. At the second stage of the inquiry, reached only if the presumption of prudence is overcome, Enbridge must show that its business decision was reasonable under the circumstances that were known to, or ought to have been known to, Enbridge at the time it made the decision.

[...]

En effet, comme souligné plus haut, la présomption de prudence doit être écartée par une preuve et elle doit être contestée sur la base de motifs raisonnables (« challenged on reasonable grounds »). Dans le présent cas, il n'y a eu aucune telle contestation de la part des participants intéressés ou d'Intervenants. [...]

En résumé, un distributeur bénéficie d'une présomption de prudence qui doit être écartée par une preuve. [...]

L'imprudence est définie en terme de faute ou de négligence tenant à un manque de prévoyance, au manquement au devoir d'agir avec soin ou attention (« care »), à un abus, à des actions malhonnêtes, à du gaspillage (« wasteful ») ou à des dépenses inutiles.

[Nos soulignements]

- D-2007-24, p. 8-9 et 16-18.

285. Même dans l'éventualité où le concept de prudence était un facteur pertinent à considérer aux fins d'établir le taux de rendement raisonnable d'une entreprise d'utilité publique comme celles des Demanderesses, ce qui est contesté, la preuve au dossier est non seulement insuffisante pour faire une quelconque démonstration d'imprudence de la part des Demanderesses, mais elle est tout simplement inexistante.

286. En effet, dans un tel scénario, le fardeau aurait incombé aux Intervenants de démontrer l'imprudence des Demanderesses eu égard à la mise en place de mesures de mitigation visant à atténuer le risque d'affaires.

287. Or, aucune preuve n'a été administrée par les Intervenants à cet égard.

288. Afin de permettre une analyse comparative adéquate du risque d'affaires, il est nécessaire d'évaluer les risques identifiés sans spéculer sur la façon dont ils seront gérés dans l'avenir.

First, the regulator does not make a series of rate of return findings based on differing hypothetical facts to better ensure the regulated company will earn the fair rate of return. It makes but one ultimate rate of return finding based on all the facts then know at the time of its decision.

- Leonard Saul Goodman, *The Process of Ratemaking*, vol 1 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998) 594.

289. Le Dr Brown applique ce principe et explique que l'examen auquel doit s'adonner la Régie pour évaluer le risque d'affaires des Demanderesses ne requiert pas d'évaluer, de manière spéculative, le poids à accorder à des mesures de mitigation dont la réalisation ou le succès demeurent incertains.

Dr. Brown's testimony does not address the topic of "risk mitigation" (that is, measures which the Utilities might put in place in future to reduce or avoid the impacts of demand risk), because he considers that speculation about how the Utilities might or might not operate their systems in future is not relevant to an analysis of business risk, albeit that Dr. Brown is aware of information requests addressing the question of mitigation (eg, AHQ-ARQ requests to the Utilities per Exhibit EGI-19.1). Dr. Brown considers that the relevant standard for determining whether the Utilities costs can be included in rates is the prudence standard, and he assumes that the Utilities will continue to operate and invest prudently. Dr. Brown considers that business risk is concerned with the external environment in which utilities operate. As such, prudently-operated utilities remain subject to business risk.

[Nos soulignements]

- Réponse à la DDR no 1 de l'AHQ-ARQ (à l'attention du Dr Brown), B-0162, réponse 1.1.

290. Les recommandations formulées par le Dr Hopkins se fondent sur la prémisse qu'une gazière prudente se doit d'élaborer et de mettre en application un « plan d'affaire » portant notamment sur les éléments suivants :

- i. des investissements prudents;
- ii. la réévaluation des approches de dépréciation des actifs;
- iii. des partenariats avec des distributeurs d'électricité;

iv. à l'égard des sources d'énergie renouvelables : les comprendre; les développer; analyser leur coût, leur disponibilité, le type de consommateur qui pourrait être intéressé par ces nouvelles formes d'énergie ainsi que les impacts qu'elles auront sur les infrastructures.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 62 à 63.
- Témoignage écrit du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 21-22 (Q/A40).

291. La preuve prépondérante versée au dossier est à l'effet que ces mesures sont déjà concrétisées ou sont en voie de réalisation. Ce dernier le reconnaît d'ailleurs expressément.

- Contre-interrogatoire du Dr Asa Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 145 (lignes 9-15).

292. Au soutien de sa recommandation relative à l'élaboration d'un plan d'affaire par les Demanderesses, le Dr Hopkins réfère à l'exemple de *Green Mountain Power* (une filiale d'Énergir) située au Vermont, laquelle a l'obligation statutaire de produire un « *Integrated Resource Planning* », similaire à un plan d'approvisionnement, auprès du régulateur du Vermont. Ce document n'est donc pas un plan d'affaire comme celui faisant l'objet de la recommandation du Dr Hopkins dans le présent dossier.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 65 (lignes 6-10).

293. Il importe par ailleurs de souligner que les Demanderesses ne sont assujetties à aucune obligation législative ou réglementaire leur imposant d'élaborer ou de soumettre à la Régie un plan d'affaire.

294. Ainsi, par la recommandation du Dr Hopkins, on tente d'imposer aux Demanderesses un fardeau plus lourd que celui que prévoit le cadre réglementaire actuel. Or, comme le souligne le Dr Hopkins lui-même, la situation au Québec et au Vermont n'est pas la même.

And the need for the plan and the actions associated to that plan to be developed within a particular policy and economic context where they operate.

You know, Vermont is not the same as the New Hampshire, is not the same as Québec, is not the same as Massachussets.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 66 (lignes, 1-7).

295. Le Dr Hopkins admet que les Demanderesses ont entrepris plusieurs actions pour mitiger leurs risques, mais affirme qu'un plan d'affaires (« *business plan* ») serait requis pour en apprécier adéquatement la teneur.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p.66-68.

296. Les Intervenants et leurs experts soutiennent qu'un plan d'affaires est nécessaire pour évaluer le risque à long terme et qu'à défaut, il faut s'en remettre au risque à court terme. Toutefois, lorsque questionné en contre-interrogatoire, le Dr Hopkins admet qu'il n'est au courant d'aucune règle requérant qu'un plan d'affaires soit présenté par une entreprise d'utilité publique au soutien d'une demande pour déterminer le taux de rendement.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 138 (lignes 7-25) et p.139 (lignes 1-10).

297. Il admet également n'avoir connaissance d'aucune juridiction où un tel plan serait requis aux fins d'établir un taux de rendement raisonnable sur le capital investi.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 139 (lignes 18-25) et p.140 (lignes 1-3).

To my knowledge none of the U.S. gas sample utilities have proposed risk-mitigating actions, much less received any approval for those actions on a scale or on a potential of the Énergir Hydro-Québec bi-energy proposed structure.

- Interrogatoire du Dr Asa Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 69 (lignes 9-13).

4) **Rapport Aviseo**

298. La firme Aviseo a été retenue à titre de consultante afin de présenter une étude de l'évolution du risque d'affaires des gazières au Québec en comparant les risques de la dernière décennie avec ceux de la prochaine.

- Rapport Aviseo, B-0028, p. 4 (lignes 5 à 9).

299. La Régie a d'ailleurs déjà reconnu que l'analyse portant sur l'évolution du risque global d'un assujetti au fil du temps constitue un élément important de l'évaluation du risque d'affaires d'une entreprise d'utilité publique pour la détermination du taux de rendement sur équité.

[36] La Régie considère que les analyses comparatives du risque global et des structures de capital d'entreprises comparables aux entreprises assujetties constituent des informations pertinentes. Il est également pertinent de considérer de quelle façon le risque global d'un assujetti a évolué au fil du temps, par exemple, depuis la dernière revue complète, par le régulateur, des risques et du rendement reconnu pour ce dernier.

[...]

[44] La Régie considère qu'en plus des analyses comparatives du risque global et des structures de capital d'entreprises comparables, il est tout aussi important d'analyser la manière dont le risque global d'un assujetti a évolué au fil du temps.

- D-2014-034, para 36 et 44.

300. La période de 10 ans retenue aux fins du Rapport Aviseo correspond à une approximation de la période écoulée depuis les derniers dossiers des Demanderesses dans le cadre desquels leurs taux de rendement et structures de capital respectifs ont été déterminés (2009, 2011 et 2013).

301. Le Rapport Aviseo visait à brosser un portrait du contexte québécois dans lequel évoluent les Demanderesses. À titre d'exemple, cette étude a permis d'informer l'expert Dr Brown sur l'existence des politiques publiques et de règlements (en voie d'être publiés ou adoptés, ou l'ayant récemment été) en matière énergétique, spécifiques au Québec.

302. Cette identification factuelle des risques s'inscrivant dans le contexte québécois a servi d'intrant dans l'analyse du Dr Brown qui a, par la suite, procédé à l'évaluation du risque d'affaires de chaque demanderesse :

As I've mentioned I used the Avisaio report as an input to identify the more significant components of the Utilities, the Quebec Utilities business risk and then I test, I compare those, the more significant ones of them against the business risk of the utilities in Dr Villadsen's sample.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 178 (lignes 23-25) et p. 179 (lignes 1-3).

R. I maybe at risk of repeating myself, the Avisaio report is an input to my analysis. The task of determining which aspects of business risks are the more significant and hence whether the business risks in the Quebec Utilities is similar or different from that of the US, US Utilities that, that was my task.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 200 (lignes 19-25).

303. La détermination des risques d'affaires pertinents pour l'établissement d'un taux de rendement raisonnable et leur évaluation relevait de la compétence de l'expert Dr Brown.

304. Ce dernier a utilisé les données factuelles contenues dans l'étude préparée par Avisaio, ainsi que certaines informations fournies directement par les Demanderesses pour ensuite sélectionner les éléments les plus significatifs aux fins de l'évaluation du risque d'affaires dans le contexte de l'établissement du taux de rendement:

The Utilities ask me to assess their business risk and importantly, just to be clear about the respective roles, I was provided with the Avisaio Report which describes in a factual way the business risks facing the Quebec Utilities. I then assessed those risks.

I then find the ones which are the most significant from a business risk perspective and compared those elements of business risk with the same elements of business risk for the utilities in Dr Villadsen's sample. So that's what I set out to do in this proceeding.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 173 (lignes 1-12).

The primary source of information about the Quebec Utilities is the Avisaio report. That may, they were one or two pieces of information that I obtained directly from the Utilities that weren't in the Avisaio report but for the best part I was relying on Avisaio.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 201 (lignes 9-14).

305. L'AHQ-ARQ critique la méthodologie retenue d'Avisaio pour la réalisation de son étude sur l'évolution des risques et soutient qu'en identifiant les risques d'affaires de la prochaine décennie et en les comparant avec ceux de la précédente décennie, l'exercice ne permet pas de mettre en relief les risques qui seraient amoindris ou seraient disparus au cours des dix (10)

dernières années. Il s'en suivrait que l'évaluation d'Aviseo pourrait mener à des conclusions erronées sur l'évolution des risques depuis les derniers dossiers sur le taux de rendement.

306. Or, les Intervenantes n'ont pas fait la preuve des risques qui auraient pu disparaître depuis les derniers dossiers portant sur le taux de rendement ni de leur impact sur l'évaluation du risque d'affaires dans le cadre du présent dossier.

5) **Risques principaux retenus par le Dr Brown**

a) **Le distributeur repère**

307. Tel que mentionné précédemment, l'analyse du risque d'affaires requiert un examen comparatif permettant de déterminer le niveau de risque relatif des Demanderesses par rapport à d'autres utilités publiques similaires.

308. Aux fins de cet exercice comparatif, le Dr Brown a retenu l'échantillon de distributeurs étatsuniens identifiés par le Dr Villadsen. Il n'a pas retenu l'échantillon d'entreprises canadiennes.

309. Cette décision est notamment motivée par le caractère hétérogène de l'échantillon canadien.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 2 (Q/A4, note de bas de page 3).

310. C'est d'ailleurs ce qu'avait reconnu la Régie dans une décision rendue en 1996 :

Il est évident que l'utilisation de différents distributeurs selon les éléments que l'on compare démontre qu'il n'existe pas de distributeurs canadiens qui ont un profil d'affaires homogène, même si leurs activités sont similaires.

- D-96-31, p. 60.

311. Le Dr Brown explique que cette situation est due à la faible concentration d'actifs réglementés ainsi qu'aux différences dans la nature des activités des entreprises faisant partie de l'échantillon canadien :

R. Well, firstly, as indicated in figure 18, the Canadian sample is less concentrated in regulated assets. Some of the... some of the entities have assets that are not regulated. And then the... and included within those unregulated activities are power generation which is different in terms of business risk than is natural gas distribution. And so for that reason this sample is less satisfactory because the activities it contains are not limited to natural gas distribution and the other activities different from gas distribution are not close in terms of... are not very close to the test of business risk.

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 209 (lignes 21-25) et p. 210 (lignes 1-8).

312. Les Demanderesses soulignent que ni le Dr Hopkins, ni le Dr Booth n'ont proposé d'échantillon alternatif plus adéquat pour se prêter à l'exercice de comparaison requis.

313. Le Dr Hopkins a d'ailleurs admis que l'échantillon composé de distributeurs des États-Unis constituait un échantillon valide qu'il a lui-même utilisé aux fins de sa propre analyse pour évaluer le risque à court terme.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 155 (lignes 3-10).
- Contre-interrogatoire du Dr Asa Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 156 (lignes 2-8).

314. Les Demanderesses soumettent donc que l'échantillon proposé par le Dr Villadsen et retenu par le Dr Brown aux fins de son analyse est approprié et qu'il est pertinent de s'y référer pour l'évaluation du risque d'affaires des Demanderesses.

315. En utilisant l'échantillon étatsunien proposé par la Dre Villadsen, et pour les motifs plus amplement détaillés aux sections suivantes, le Dr Brown conclut que le risque d'affaires d'Énergir et d'Intragaz est supérieur à la moyenne des entités réglementées de l'échantillon auquel il se réfère, alors que celui de Gazifère est plus élevé que celui d'Énergir et d'Intragaz, notamment en raison de la plus grande incertitude pour recouvrer, à long terme, le capital investi.

b) Le risque d'affaires d'Énergir

316. Il ressort de la preuve qu'aux fins de son analyse, le Dr Brown a retenu uniquement les risques les plus significatifs, soit ceux susceptibles d'avoir un impact sur l'évaluation du risque d'affaires relatif des Demanderesses, en comparaison à celui d'entreprises similaires. Le Dr Brown a déterminé que ces risques sont ceux liés à la demande ou à la concurrence.

- Interrogatoire du Dr Toby Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 183 (lignes 8-13).
- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p. 196 (lignes 15-17).
- Voir également l'interrogatoire d'Eric Lachance (Énergir) aux pp 14 (lignes 7-25), 15 et 16 où il traite de l'importance de ces risques.

i) *La concurrence avec l'électricité*

317. Le Dr Brown identifie tout d'abord un contexte d'affaire particulier au Québec pour les gazières qui doivent composer avec une forte concurrence provenant de l'électricité, laquelle est disponible en grande quantité et à bas coût. L'électricité est entre deux (2) et cinq (5) fois plus chère dans les villes étatsuniennes qu'au Québec.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 189 (lignes 10-14).

318. La Régie a déjà reconnu que la concurrence de l'électricité constituait un risque d'affaires pour les gazières au Québec.

- D-96-31, p. 61.
- D-2007-116, p. 29.

- D-2010-147, para 89.
- D-2009-156, para 281.

319. Le Dr Booth reconnaît aussi que les gazières font face à un risque de concurrence plus élevé par rapport aux autres entreprises réglementées étant donné la position particulière de l'électricité au Québec.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol. 6, p. 229.

320. En plus d'être bas, les tarifs de l'électricité sont maintenant prévisibles grâce à *Loi visant à simplifier le processus d'établissement des tarifs de distribution d'électricité*, L.Q., 2019, c. 27.

- Étude portant sur les risques d'affaires des gazières au Québec, horizon 2021-2030 préparée par Aviseo, B-0028, p. 21.

321. De plus, la production de l'hydro-électricité est une forme d'énergie qui est très peu polluante, et donc plus attrayante que le gaz naturel.

- Contre-interrogatoire du Dr Toby Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p.196.

322. La compétitivité de l'hydroélectricité par rapport au gaz naturel est d'autant plus importante au Québec, particulièrement en comparaison avec le gaz naturel renouvelable dont le prix est substantiellement plus élevé que celui du gaz naturel traditionnel de source fossile.

323. La proportion de ménages québécois utilisant le gaz naturel est nettement inférieure à celle qu'on retrouve dans les États américains où se trouvent les entités faisant partie de l'échantillon retenu.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 23-25 et 29 (Q/A 37, 38 et 45).

324. Cette concurrence de l'électricité se reflète dans l'attitude des consommateurs. Lors de l'audience tenue dans le présent dossier, M. Jean-Benoit Trahan, président de Gazifère, expliquait la différence observée avec la province voisine, soit l'Ontario :

Alors pourquoi? Parce que la culture de consommation, la culture énergétique est complètement différente. Du côté de l'Ontario, on a une situation ou est-ce que... je vais vous donner un exemple, là, c'est très... très vulgarisé ici, mais... Chauffer électrique... chauffer au gaz naturel en Ontario on parle de six cent dollars (600 \$), chauffer électrique à peu près deux mille quatre cents (2400 \$). Lorsqu'on fait la même chose au niveau Québec, on est à peu près à huit cents dollars (800 \$) versus mille deux cents dollars (1200 \$), prix d'il y a quelques années, là, au gaz naturel, électricité. La situation compétitive est totalement différente. Ce qui fait qu'au niveau de l'Ontario les gens appellent pour se mettre au gaz naturel, alors que côté Québec on se doit de travailler pour être capable de mettre les gens au gaz naturel.

[Nos soulignements]

- Contre-interrogatoire du panel 3 des Demanderesses, M. Jean-Benoit Trahan, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 39 (lignes 1-18).

325. La réalité de cette forte concurrence d'ailleurs illustrée par le projet de développement Zibi mentionné par M. Trahan. En effet, lorsque ce projet, réalisé en partie en Ontario et en partie au Québec, sera complété, les immeubles situés du côté ontarien de la frontière seront chauffés au gaz naturel alors que ceux situés au Québec le seront à l'électricité, le gaz naturel n'étant pas aussi attractif au Québec qu'il l'est en Ontario. Deux sources d'énergie différentes alimenteront le même projet, et ce, à quelques mètres de distance à peine.

- Contre-interrogatoire du panel 3 des Demanderesses, M. Jean-Benoit Trahan, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 34-35.

326. Les gouvernements innovent également en réponse à cette situation concurrentielle. À titre d'exemple, comme le souligne l'ACIG, l'Ontario utilise le gaz naturel pour réduire ses émissions de carbone alors qu'au Québec, les politiques publiques encouragent la réduction de l'utilisation de cette forme d'énergie.

- Témoignage du panel 1 de l'ACIG, Dre Shahrzad Rahbar, 15 juin 2022, NS vol. 5, p. 22 (lignes 7-18).

327. Malgré le fait que cet exemple soit tiré de l'Ontario et non des États-Unis, il illustre bien la situation particulière existant au Québec et la disparité importante qui peut exister au niveau des politiques environnementales et des mesures mises en place par divers gouvernements pour atteindre des objectifs environnementaux, même entre deux provinces voisines.

328. L'attractivité de l'hydroélectricité entraîne une concurrence avec le gaz naturel et résulte en un risque qui distingue Énergir de l'échantillon étatsunien et qui la rend plus risquée que les entreprises réglementées qui composent cet échantillon.

ii) *Les politiques publiques*

329. Un des risques principaux retenu par le Dr Brown liés à la demande de gaz naturel sont les politiques publiques ou mesures gouvernementales qui visent à réduire l'utilisation du gaz naturel ou à en rendre l'utilisation plus coûteuse.

330. La firme Aviso a identifié plusieurs initiatives ou mesures gouvernementales qui ont, ou auront dans les prochaines années, pour effet d'affecter les gazières au Québec :

- Système de plafonnement et d'échange des droits d'émission (SPEDE);
- Plan pour une économie verte 2030 (PEV);
- *Règlement sur les appareils de chauffage au mazout*, RLRQ, Q-2, r. 1.1;
- Plan climat de la Ville de Montréal 2020-2030;
- Plan climat de la Ville de Gatineau;
- *Règlement concernant la quantité de gaz naturel renouvelable devant être livrée par un distributeur*, RLRQ, c. R-6.01, r. 4.3;
- Stratégie canadienne pour l'hydrogène (2020);
- *Loi sur les hydrocarbures*, RLRQ, c. H-4.2.

- Étude portant sur les risques d'affaires des gazières au Québec, horizon 2021-2030 préparée par Aviseo, B-0028, p. 6-11.
- Interrogatoire de Jean-Pierre Lessard, 13 juin 2022, NS vol. 1, p.115-120.

331. De telles mesures ne sont présentes que dans un seul État américain visé par l'échantillon utilisé aux fins de l'analyse du Dr Brown, et sous considération dans un autre. La plupart des États n'exigent pas l'usage du gaz naturel renouvelable. La différence entre les politiques gouvernementales québécoises et celles applicables aux entités réglementées faisant partie de l'échantillon étatsunien est donc marquante.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p.188.

332. Un nombre croissant de politiques publiques et de règlements visant à limiter l'utilisation du gaz naturel de source fossile a un impact direct sur la possibilité des Demanderesses de raccorder de nouveaux clients. Cette limitation de croissance fait en sorte d'augmenter le risque à long terme en rendant la capacité de récupérer les investissements plus difficile.

But the, the recovery of the rate base as a whole, that has to come from, as I said, existing customers and new customers in the future over time so, if, if a utility stops growing, yes that means no more connection assets are being added to the rate base so therefore no more connection assets need to be recovered in future.

But the existing rate base is what investors are worrying about, but if there's no investment there's no additional investors but the existing rate base still needs to be recovered and that existing rate base, as I said, has to be recovered from current and future customers and that's more difficult if there are fewer customers.

- Contre-interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 3, p.64 (lignes 23-25) et p.65 (lignes 1-12).

333. Selon le Dr Hopkins, les risques liés à la transition énergétique seraient les mêmes des deux côtés de la frontière. Par conséquent, il ne serait pas justifié de conclure à un niveau de risque plus important pour les Demanderesses en raison du contexte québécois :

So, both US and Canadian utilities across all states and provinces face national over drivers to reduce emissions as part of that path. I expect that the long term energy transition impacts on different types of utilities are roughly comparable in the two countries.

- Interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p.51 (lignes, 24-25) et p.52 (lignes 1-2).

334. Le D^r Hopkins arrive à cette conclusion même s'il reconnaît ne pas avoir connaissance d'initiatives ou de mesures gouvernementales semblables à celles au Québec dans les États américains où sont situées les entités réglementées faisant partie de l'échantillon étatsunien retenu.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, pp. 105-107.

335. En effet, dans le cadre de sa preuve écrite, le Dr Hopkins soutient cette conclusion en se basant uniquement sur la *Long Term Strategy in the United States* qui établit une stratégie nationale de réduction des émissions de gaz à effet de serre, et sur un document de travail publié par l'Université du Maryland qui explique que de nouvelles politiques d'investissement dans les énergies propres et les normes fédérales pourraient réduire les émissions nettes de gaz à effet de serre des États-Unis de 51 % d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 2005.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 114 (lignes 22-25), p.115 (lignes 1-25) et p.116 (lignes 6-13).
- C-ACIG-0034, ASH-5.

336. Ces documents traitent des objectifs nationaux des États-Unis en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre sans examiner la situation particulière de chaque État. Pourtant, selon le Dr Hopkins, cela serait suffisant pour extrapoler à chaque État américain ces objectifs nationaux de décarbonation à long terme.

337. Le Dr Hopkins admet également que les documents sur lesquels il fonde sa position ne traitent d'aucune manière des intentions, objectifs et mesures envisagées par le Canada, et encore moins par le Québec, en lien avec la transition énergétique, la réduction des gaz à effet de serre ou les énergies propres. Il reconnaît par ailleurs n'avoir effectué aucune recherche afin de déterminer si les entreprises réglementées faisant partie de l'échantillon étaient sujettes aux mêmes types de mesures que les gazières québécoises.

338. Il appert de la preuve que le Dr Hopkins n'a réalisé aucune analyse approfondie des différences entre les États américains et le Québec et que le seul document utilisé par le Dr Hopkins pour appuyer ses prétentions à l'égard de la situation au Québec est le Rapport sur la résilience climatique d'Énergir.

- Contre-interrogatoire du Dr Hopkins, 17 juin 2022, NS vol. 5, p. 111 (lignes 6-19), p. 115 (lignes 19-25) et p. 116 (lignes 6-13).

339. Il cite une publication du Gouvernement du Canada expliquant le contenu de la *Loi canadienne sur la responsabilité en matière de carboneutralité* (L.C. 2021, ch. 22) qui reprend l'engagement du Canada à atteindre la carboneutralité d'ici 2050. Selon lui, le fait que les États-Unis et le Canada se soient fixés le même objectif de décarbonation d'ici 2050 suffit pour établir que le risque lié à la transition énergétique est le même des deux côtés de la frontière.

- Témoignage écrit du Dr Hopkins, C-ACIG-0028, p. 19 (Q/A 37).

340. Afin d'assurer l'atteinte de cet objectif de décarbonation, le gouvernement doit poser des gestes concrets.

341. À titre d'exemple, dès le lendemain de la fin de l'audience tenue dans le présent dossier, le gouvernement provincial québécois a donné avis dans la Gazette officielle du Québec de l'adoption du projet de *Règlement modifiant le Règlement concernant la quantité de gaz naturel renouvelable devant être livrée par un distributeur* dans les 45 jours de la publication de cet avis. Cette modification réglementaire vise notamment à déterminer à 10% le taux de gaz naturel de source renouvelable devant être livré par un distributeur d'ici 2030.

- *Projet de règlement modifiant la Loi sur les normes d'efficacité énergétiques de certains appareils fonctionnant à l'électricité ou aux hydrocarbures*, D 28-21, 2021, GOQ, 22 juin 2022, 154^e année, n°25, p. 3491.

342. Dans l'intervalle, la Cour suprême des États-Unis a rendu une décision dans laquelle elle indique que l'Agence pour la protection de l'Environnement ne peut pas édicter de règles générales pour encadrer les émissions des centrales à charbon. À toutes fins pratiques, cette décision a pour effet de renvoyer la balle, à cet égard, au congrès américain retardant ainsi la mise en œuvre de mesures concrètes visant à diminuer l'émission de gaz à effet de serre.

- *West Virginia et al v Environmental Protection Agency et al*, 985 F (3d) 914 (DC Cir June 30, 2022).

343. Ainsi, même si les États-Unis et le Canada, incluant le Québec, se sont fixés un objectif à long terme d'atteindre le net 0 des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2050, rien n'indique de quelle manière ni à quel moment elles y parviendront. L'atteinte de cet objectif est grandement tributaire des moyens mis en œuvre pour y parvenir.

344. À la lumière de ce qui précède, il appert que l'analyse du Dr Hopkins portant sur les politiques publiques ou mesures gouvernementales et leurs conséquences sur l'évaluation du risque d'affaires des Demanderesses, n'est pas soutenue par la preuve et s'avère superficielle, incomplète et ne devrait donc pas être retenue.

345. Par ailleurs, les conclusions du Dr Hopkins, selon lesquelles la transition énergétique et les objectifs de décarbonation au Québec n'entraînent pas un risque d'affaires plus élevé, contredisent la position exprimée dans son rapport au *Natural Resources Defense Council*, destiné à la *State of New York Public Service Commission*.

- Asa Hopkins, Alice Napoleon & Kenji Takahashi, "Gas Regulation for a Decarbonized New York: Recommendations for Updating New York Gas Utility Regulations" (June 29, 2020) Synapse Energy Economics, p. 32.

346. En effet, dans le cadre de ce rapport, il affirme que la transition énergétique et les objectifs de décarbonation forcent les entreprises d'utilité publique à modifier leurs plans d'affaires pour s'adapter aux incertitudes créées par ce changement de paradigme, ce qui résulterait en une augmentation de leur risque d'affaires et conséquemment, à une augmentation du taux de rendement sur le capital investi.

347. Ainsi, pour les raisons qui précèdent, l'existence de nombreuses politiques publiques, de lois et de règlements visant à restreindre l'utilisation du gaz naturel au Québec constitue un risque qui distingue Énergir de l'échantillon étatsunien et qui la rend plus risquée que les entreprises réglementées qui le constituent.

iii) *Les risques non retenus*

348. Certains risques identifiés par Aviseo n'ont pas été retenus par le Dr Brown, ces risques étant considérés comme non significatifs puisqu'ils ne différencient pas Énergir du distributeur repère. C'est le cas notamment du décalage réglementaire (*regulatory lag*), des changements climatiques et de la clientèle industrielle.

- Interrogatoire du Dr Brown, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 190 (lignes 14-25) et p. 191 (lignes 1-23).

349. Les critiques formulées par les Intervenants à l'égard de l'impact de ces éléments de risque sur le risque d'affaires d'Énergir sont sans conséquence et donnent lieu à un faux débat, les recommandations du Dr Brown n'en étant pas affectées.

350. L'AHQ-ARQ soulève tout de même un argument sur le risque lié aux changements climatiques. Elle tente de miner la crédibilité d'Aviseo en faisant valoir que celui-ci n'aurait pas consulté toutes les sources disponibles portant sur les risques relatifs aux changements climatiques, dont la carte interactive Ouranos du Centre d'expertise hydrique du Québec en matière de risques d'inondations.

351. L'Intervenant prétend qu'il s'agit là d'un « reflet des lacunes qu'on peut retrouver dans le rapport Aviseo » affectant sa valeur probante.

352. Les Demanderesses rappellent que le mandat d'Aviseo dans le présent dossier visait à comparer les risques de la prochaine décennie à ceux de la dernière décennie.

353. Or, la carte interactive Ouranos présente des scénarios pour la période 2041-2070 et la période 2071-2100, toutes deux se situant à l'extérieur de l'horizon retenu pour le Rapport Aviseo. Il est donc normal que la carte n'ait pas fait partie des sources consultées.

354. En terminant, les Demanderesses soulignent que ces critiques sont de nature purement théorique puisque le Dr Brown n'a pas considéré les risques liés aux changements climatiques comme pertinents aux fins de son analyse, ces risques étant les mêmes pour les entreprises faisant partie de l'échantillon retenu par le Dr Villadsen. Ainsi, les résultats du Dr Brown n'en sont nullement affectés.

c) Le risque d'affaires de Gazifère

355. Gazifère est exposée aux mêmes risques d'affaires qu'Énergir, sous réserve de quelques distinctions, qui la rend plus risquée que le distributeur repère et plus risquée qu'Énergir et Intragaz.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 29-30 (Q/A 45 et 47).

356. Un des principaux risques qui distingue Gazifère d'Énergir est sa taille. Alors qu'Énergir a environ 210,000 clients, Gazifère n'en a qu'environ 43,500. La taille de Gazifère est également inférieure aux autres entreprises réglementées faisant partie de l'échantillon étatsunien.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 30 (Q/A 48).
- B-0028, p. 6 (lignes 2-9) et 29 (lignes 1-24).

357. De plus, contrairement à Énergir, la clientèle de Gazifère provient majoritairement du secteur résidentiel, ce qui rend l'entreprise plus exposée à la compétitivité croissante de l'électricité et donc au risque d'électrification.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p. 30 (Q/A 48).
- B-0028, p. 17 (lignes 14-20), 30 (lignes 4-14) et p. 40 (lignes 27-40).

- Contre-interrogatoire du panel 3, M. Jean-Benoit Trahan, 14 juin 2022, NS vol.2, p. 45 (lignes 12-22).

358. Le Dr Brown conclut donc que le risque d'affaires de Gazifère est plus important que celui d'Énergir.

- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p.192, (lignes 1-9).
- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027, p.30 (Q/A 48).
- Interrogatoire du Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p.192, (lignes 1-9).

d) Le risque d'affaires d'Intragaz

359. La situation d'Intragaz se distingue tout particulièrement de celles d'Énergir et de Gazifère, notamment en raison de la nature de ses activités et de sa clientèle :

- i. Intragaz possède un seul client, Énergir, pour qui elle emmagasine le gaz naturel;
- ii. Il est usuel que les activités d'emmagasinage de gaz naturel, lesquelles sont complémentaires aux opérations de distribution, soient intégrées aux activités du distributeur plutôt qu'exploitées de manière distincte par une entité autonome. Intragaz est, à cet égard, unique en Amérique du Nord.

360. Pour ces raisons, tant le Dr Brown que le Dr Booth considèrent que le risque d'affaires d'Intragaz est lié à celui d'Énergir et concluent donc que le niveau de risque déterminé pour Énergir devrait être le même pour Intragaz.

I noted above that the arrangement whereby Intragaz is a separate entity with its own cost-of-service rates, and with Énergir as its only customer, is unusual. In North America it is common for gas LDCs to own the storage they use in providing distribution service, and for the cost of that storage to be a component of the LDC's cost of service, rather than for the regulator to determine a separate storage rate. However, I consider that, in practice, the business risk of Intragaz is bound up with the business risk of Énergir. Intragaz is integrated with Énergir in the sense that Intragaz provides all of its storage capacity to Énergir (including through a recent expansion contracted to Énergir on a long-term basis).⁵² Since, fundamentally, Intragaz provides storage services to Énergir on a cost-of-service basis and does not have any other customers, I do not see any reason to differentiate the business risk of Intragaz from that of Énergir. I therefore consider the business risk of Intragaz and Énergir to be the same.

- Témoignage écrit du Dr Brown, B-0027 (EGI-2), p. 32 (Q/A53).
- Interrogatoire de Dr Brown, 15 juin 2022, NS vol. 2, p.192 (lignes 10-21).

For Intragaz, its revenue requirement is a cost of service for Energir so in practical terms the only risk it faces under the existing contract is non-payment. However, as I indicated in 2012, I regard these assets as indistinguishable from other distribution assets owned by Energir apart from the fact there is a significant minority interest. Consequently, I have

no trouble Intragaz being allowed the same financial parameters as Energir.

- Témoignage écrit du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 3 (lignes 25-29).

C) STRUCTURES DE CAPITAL

361. La preuve non contredite est à l'effet qu'une structure de capital devrait contribuer à la réduction du coût en capital et permettre d'assurer la fourniture d'un service, tout en permettant de réaliser le taux de rendement déterminé. Cela illustre le lien entre la structure de capital présumée et le taux de rendement.

- Contre-interrogatoire de Dre Villadsen, 16 juin 2022, NS vol. 4, p. 63 (lignes 20-25).

362. Lors de son interrogatoire en chef, la Dre Villadsen a expliqué :

A good capital structure is one that allowed you to have solid credit metrics and allowed you to take advantage of the tax benefits of that. That put you somewhere in the middle of the range, you can't have a hundred percent (100 %) equity. You can't have a hundred percent (100 %) debt. So you need to put it the middle.

- Témoignage en chef de Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 87 (lignes 4-11).

363. La structure de capital doit permettre :

- 1) Un accès au marché des capitaux notamment en période de grande instabilité accentuée par l'augmentation du taux d'inflation;
 - Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.3-4 (Q/A 4).
- 2) Le maintien de la capacité des entités règlementées de mobiliser des capitaux suffisants pour assurer la fourniture d'un service sécuritaire, adéquat et fiable à ses clients;
 - Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 3-4 (Q/A 4).
 - *TransCanada PipeLines Limited v National Energy Board et al.*, [2004] C.A.F. 149, para 12-13.
 - *Columbia Electric Railway Co. v Public Utilities Commission*, [1960] S.C.R. 837, p. 848.
- 3) Le maintien d'un rendement comparable aux autres entités règlementées de risque similaire.
 - Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 3-4 (Q/A 4).

4) Le respect de l'intégrité financière du distributeur et sa capacité de minimiser ses coûts de financement.

- Interrogatoire du panel 3, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 159-160.

364. La Régie doit s'assurer que cette structure soit adaptée au risque global des Demanderesses, ce qui doit tenir compte de leur environnement économique et réglementaire.

365. Cela inclut de considérer qu'une part d'équité qui permet de remplir les critères minimaux pour obtenir une cote de crédit de « A » n'est pas suffisant – le ratio d'équité doit être suffisant pour rendre l'investissement aussi intéressant que pour d'autres investissements alternatifs aux risques comparables.

- Interrogatoire écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 78 (lignes 4-9).

366. L'examen de la Régie s'effectue en respectant le principe d'isolement (*stand alone*).

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.

- D-2003-93, p. 50.
- Voir également la section VI. A (*supra* para 77 ss) pour le principe d'isolement.

367. Comme l'a reconnu la Régie par le passé, il est important que l'établissement de la structure de capital et du taux de rendement permette au distributeur de maintenir son intégrité financière.

- D-2009-156, para 173.
- Témoignage écrit Dre Villadsen, B-0015, p. 77 (lignes 16-17).

368. Le capital présumé actuel d'Énergir se compose d'avoir ordinaire, d'actions privilégiées et de dettes, alors que celui de Gazifère et d'Intragaz se compose de dettes et d'actions ordinaires seulement :

	Actions ordinaires	Actions privilégiées	Dettes
Énergir	38.5%	7.5%	54.0%
Intragaz	46.0%	0.0%	54.0%
Gazifère	40.0%	0.0%	60.0%

369. L'experte des Demanderesses, la Dre Villadsen, recommande les structures de capital suivantes au terme de son analyse et à la lumière des taux de rendement recommandés.

	Actions ordinaires	Actions privilégiées	Dettes
Énergir	43%	0%	57%
Intragaz	43%	0%	57%
Gazifère	45%	0%	55%

370. Pour recommander les structures de capital proposées ci-dessus, la Dre Villadsen adopte une approche en trois (3) temps :

- i. Elle regarde les critères qui doivent être remplis par les Demanderesses pour obtenir une cote de crédit « A » par les agences de crédit;
- ii. Elle considère les mesures de crédit historiques des entreprises canadiennes cotées « A » et des entreprises étatsuniennes de qualité investissement (*investment grade U.S. utilities*);
- iii. Elle établit des références prévisionnelles en utilisant des paramètres pour les entrées de mesure du crédit, le taux de rendement le plus récemment autorisé et le taux de rendement qu'elle recommande pour diverses structures de capital.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 78 (Q/A74).

371. La Dre Villadsen considère qu'il est important que le ratio d'actions ordinaires se qualifie d'au moins « satisfaisant » selon les agences de notation du crédit afin que les Demanderesses bénéficient d'une flexibilité pour accéder au marché des capitaux à des conditions favorables.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 78 (Q/A74).

372. La notation de crédit est une mesure de la santé financière de l'entreprise. Ainsi, la cote de crédit est la propension de l'entreprise de rencontrer ses obligations et est indicateur de son risque d'être en défaut.

373. Une entreprise qui voit sa cote de crédit diminuer verra généralement une augmentation du coût de la dette. De ce fait, des changements à la cote de crédit de l'entreprise influencent l'évaluation du risque financier et impactent son intégrité financière.

- Réponse à la DDR No 3 de la Régie sur la Demande conjointe (à l'attention de la Dr Bente Villadsen), B-0313, réponses 3.1, 3.2, 9.3, 9.4, p. 10.
- Réponse à la DDR No 1 du Dr Booth (à l'attention de la Dre Villadsen), B-0193, réponse 3.2

374. La Dre Villadsen fonde son analyse sur les critères des agences DBRS, S&P, Moody's (les « Agences »). Par exemple, DBRS considère qu'un ratio d'actions ordinaires satisfaisant se situe dans entre 40,00% et 44,99%.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 78-80 (Q/A 75).

- Voir les détails de la méthodologie de la Dre Villadsen, p. 77-83 de son témoignage écrit.

375. Un ratio se situant dans le bas de l'échelle indique que l'entreprise est vulnérable. Ainsi, la Dre Villadsen constate qu'un ratio d'actions ordinaires en-deçà de 40% entrainerait des défis aux Demanderesses quant à l'accès au marché des capitaux de l'entité règlementée.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 78-80 (Q/A 75.).

376. Il est important d'établir une structure de capital avec un ratio d'actions ordinaires et un taux de rendement comparables aux entités règlementées ayant une cote de crédit « A ».

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 80 (Q/A 76).

377. Les dernières prévisions des Agences ont placé Énergir, qui est la seule demanderesse dont elles évaluent les ratios financiers, dans le bas de l'échelle de la cote « A ». Ainsi, afin de faire face aux risques d'affaires présents et futurs au Québec, pouvant impliquer des variations de crédit, la Dre Villadsen recommande que la Régie fixe une structure de capital permettant aux Demanderesses de conserver des ratios financiers de la cote de crédit « A », et d'avoir des ratios se situant au milieu des échelles recommandées par DBRS, Moody's et S&P.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 80-81 (Q/A 77), p. 81 (Q/A 78).

378. Au final, l'exercice de la Dre Villadsen lui permet d'élaborer diverses possibilités de structures de capital, selon divers taux de rendement.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 83-84 (Q/A 81).

379. Au taux de rendement recommandé de 10%, la Dre Villadsen présente les résultats qui suivent pour les trois Demanderesses :

Énergir									
Equity % of Cap Structure	35.0%	37.5%	40.0%	42.5%	45.0%	47.5%	50.0%	52.5%	55.0%
EBIT Coverage Ratio [1]	2.53	2.70	2.88	3.08	3.30	3.54	3.80	4.08	4.39
FFO Interest Coverage [2]	3.82	4.01	4.21	4.43	4.67	4.94	5.22	5.54	5.89
FFO to Debt [3]	12.8%	13.7%	14.6%	15.7%	16.7%	17.9%	19.3%	20.7%	22.3%

Intragaz									
Equity % of Cap Structure	35.0%	37.5%	40.0%	42.5%	45.0%	47.5%	50.0%	52.5%	55.0%
EBIT Coverage Ratio [1]	2.17	2.30	2.43	2.58	2.73	2.90	3.08	3.27	3.48
FFO Interest Coverage [2]	2.51	2.62	2.74	2.87	3.01	3.16	3.33	3.50	3.69
FFO to Debt [3]	7.9%	8.4%	9.1%	9.8%	10.5%	11.3%	12.1%	13.0%	14.0%

Gazifère									
Equity % of Cap Structure	35.0%	37.5%	40.0%	42.5%	45.0%	47.5%	50.0%	52.5%	55.0%
EBIT Coverage Ratio [1]	2.81	3.01	3.22	3.45	3.70	3.97	4.26	4.58	4.93
FFO Interest Coverage [2]	3.48	3.66	3.87	4.08	4.32	4.57	4.85	5.15	5.48
FFO to Debt [3]	9.0%	9.7%	10.4%	11.2%	12.1%	13.0%	14.0%	15.1%	16.3%

Footnote:

[1] EBIT Interest Coverage = EBIT / Interest

[2] FFO Interest Coverage = (FFO + Interest)/Interest

[3] FFO to Debt = FFO / Debt

- Présentation de la Dre Villadsen, B-0350, diapositive No 39.

380. Dans le contexte de la présente instance conjointe, la Dre Villadsen a veillé à trouver des points communs entre les Demanderesses, de manière à simplifier l'exercice réglementaire présent et à venir.

381. À la lumière de l'exercice détaillé de la Dre Villadsen, celle-ci recommande qu'Énergir se voit attribuer une structure de capital établie à 43% d'actions ordinaires et à 57% de dette. La même structure de capital est recommandée pour Intragaz.

382. Quant à Gazifère, la Dre Villadsen recommande une structure de capital légèrement modifiée, avec 45% d'actions ordinaires et 55% de dette, étant donné les différences dans le risque d'affaires.

And, I also list on this page, that...because doctor Brown says the business risk of Intragaz and Énergir is similar, the common equity percentage is the same. And then I recommend a ten percent (10 %) base ROE plus fifty percent (50 %) adder for keeping it fix for ten (10) years. And lastly, Gazifère is riskier than the other utilities, that is also the recommendation of doctor Brown. It's also consistent with what Énergir currently (inaudible) Gazifère therefore we need to increase it's common equity percentages. So, that's where we are currently sitting. I would say here, and I heard some questions from the Tribunal yesterday in this regard is, couldn't we just increase the equity percentage, for example, for Intragaz who currently has more equity and then reduce the return on equity. And that's certainly a possibility. You could, instead of having this ten/ forty-three (10/43), you could have forty-six (46) and a slightly lower cost of equity. That's an option. Though forty-three (43 %) and forty-six percent (46 %) equity would be in the ways of what I consider reasonable. Does that address your question?

- Témoignage en chef de Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 88 (lignes 9-25), p.89 (lignes 1-7).
- Voir aussi : Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 84-85 (Q/A 82).

383. Ces recommandations de la Dre Villadsen se comparent de manière appropriée aux échantillons sélectionnés et respectent les observations du Dr Brown quant au risque d'affaires global auquel les Demanderesses sont exposées.

384. La Dre Villadsen souligne de plus que les structures de capital recommandées ont l'avantage d'être similaires avec les ratios d'équité d'autres juridictions canadiennes et assez près du niveau d'équité connu habituellement pour les entités réglementées étatsuniennes comparables (quoiqu'au bas de la fourchette des écarts pour ces entités).

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 25. Voir également la Figure 6 à la p 17.

1) **Les actions privilégiées d'Énergir**

385. La Dre Villadsen recommande une structure de capital sans actions privilégiées pour Énergir. Sur la base de cette recommandation, la Demanderesse Énergir demande à la Régie de les éliminer de manière définitive.

386. Relativement à la Société en commandite Gaz Métropolitain, les actions privilégiées à hauteur de 7.5% de la structure de capital ont été autorisées en 1990.

- D-90-75, p. 7.

387. Une trentaine d'années passées, elles s'intégraient bien à la structure de financement de l'époque.

- Témoignage de Jean-François Tremblay (Énergir), 14 juin 2022, NS vol. 2, p.146 (lignes 5-12).

388. Le maintien des actions privilégiées dans la structure de capital présumée de Société en commandite Gaz Métro visait à répliquer la structure de capital de Gaz Métropolitain inc. avant la réorganisation de 1991 et permettait ainsi d'avoir un effet neutre sur l'activité réglementée au Québec. Les actions privilégiées présumées ont été créées dans une perspective de capital permanent.

- D-2013-106, para 347-348.

389. Depuis, la structure d'Énergir et son environnement financier ont considérablement évolué.

- D-2013-106, para 355.

390. À l'heure actuelle, les actions privilégiées font partie de la structure de capital présumée d'Énergir, mais pas de sa structure de capital corporative réelle. Devant cette réalité, la Dre Villadsen recommande le retrait des actions privilégiées d'Énergir afin de mieux refléter sa capitalisation réelle.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A82, p. 84.
- Témoignage en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 87 (lignes 21 ss)
- Témoignage de Jean-François Tremblay (Énergir), 14 juin 2022, NS p. 142, (ligne 23-25), p. 143 (lignes 1- 2).

391. Avec une structure de capital composée de 43% d'actions ordinaires et de 57% de dette, la Dre Villadsen est d'avis que le rendement d'Énergir serait similaire et lui permettrait de rencontrer les critères des agences de crédit afin de maintenir une cote de crédit « A ».

[...] la Régie est d'avis qu'il est nécessaire pour SCGM de maintenir une cote de crédit se situant entre A et A élevé pour conserver un accès raisonnable au marché des capitaux et réduire ses coûts financiers. Cette position avait d'ailleurs été déjà clairement spécifiée dans la décision D-96-31

- D-99-11, p 41.

392. Les actions privilégiées sont des titres hybrides qui présentent des caractéristiques à la fois des actions ordinaires et de la dette, donc leur inclusion dans une structure de capital ne signifie pas nécessairement que l'entreprise minimisera son coût en capital.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 77 (Q/A 72) et Figure 7, p. 17.
- Contre-interrogatoire de Dre Villadsen, 16 juin 2022, NS vol. 4, p. 60 (lignes 8-12).

393. La part des actions privilégiées d'Énergir dans sa structure de capital présumée est plus élevée que la moyenne des entreprises réglementées canadiennes parties à l'échantillon qui ont ce type d'actions, la moyenne étant de 3.4%.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 77 (Q/A 72) et Figure 7, p. 17.

394. Cela dit, la Dre Villadsen est d'avis que l'inclusion d'actions privilégiées aux structures de capital d'entités réglementées canadiennes est principalement une pratique historique. Leur effet est difficilement mesurable, car elles sont différentes entre elles, certaines s'assimilant à de la dette et d'autres à de l'équité.

- Contre-interrogatoire de Dre Villadsen, 16 juin 2022, NS vol. 4, p. 60 (ligne 8) et p. 61 (ligne 11)

395. En 2013, la Régie a démontré une ouverture à revisiter la question des actions privilégiées de Gaz Métro dans sa structure de capital.

[355] La Régie reconnaît que Gaz Métro a toujours utilisé le taux associé à des actions privilégiées perpétuelles aux fins de déterminer le rendement pour les actions privilégiées présumées, puisque les actions privilégiées émises avant la réorganisation de 1991 avaient cette caractéristique. Toutefois, le maintien d'une stabilité en lien avec une situation qui prévalait il y a une vingtaine d'années n'est pas un objectif immuable.

surtout si on tient compte du fait que l'environnement financier et la structure de l'entreprise ont considérablement évolué depuis cette époque.

[356] Pour le présent dossier, la Régie maintient la méthodologie actuelle pour le calcul du taux sur les actions privilégiées présumées. Cependant, elle n'exclut pas de revoir cette méthodologie dans le cadre d'un débat plus large sur la structure de capital et les coûts de financement de Gaz Métro.

[Nos soulignements]

- D-2013-106, para 355-356.

396. Énergir soumet qu'il s'agit d'un bon moment pour revisiter cette question et qu'il n'y a, à ce jour, aucune raison qui justifie le maintien des actions privilégiées dans sa structure de capital présumée, étant donné particulièrement que ces actions ne sont pas utilisées. Énergir considère qu'il n'y a aucune « valeur ajoutée [...] à maintenir les actions privilégiées dans la structure de capital » et qu'il s'agirait plutôt d'un « relique du passé. »

- Témoignage du panel 43M. Jean-François Tremblay, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 145 (lignes 24-25), p. 146 (lignes 1-5).

397. Il est à noter que le Dr Booth confond dans son témoignage les notions de *equity* et *common equity*. Il mentionne que les actions privilégiées d'Énergir sont considérées de toute façon comme des actions ordinaires et que cela ne fait pas de différence.

- Interrogatoire en chef du Dr Booth, 20 juin 2022, NS vol.6, p. 51 (lignes 1-9).

398. De plus, les Demanderesses soumettent de manière générale que le présent dossier conjoint est une opportunité pour la Régie d'établir des structures de capital modernes et simplifiées. On rappellera que par le passé, les actions privilégiées d'Énergir ont ajouté une complexité au processus réglementaire :

Je vous rappelle que lors des... de certains dossiers historiques il y avait quand même beaucoup de questions, notamment de la Régie sur la fixation du taux de ces actions privilégiées, étant donné qu'on n'en a pas. Donc, comme la dette, par exemple, on est capable... la Régie est capable de voir qu'on a un porte-feuille de dettes, elle est capable de constater les taux du financement de notre dette. Ce qui n'est pas le cas pour les actions privilégiées. Le marché est quand même peu liquide, c'est un marché qu'on pourrait dire plus privé entre guillemets, là, donc c'est toujours plus difficile de déterminer le pourcentage de rendement sur les actions privilégiées. Donc, notre experte docteure Villadsen a fait une proposition qui permet d'éliminer les actions privilégiées de notre structure présumée.

- Témoignage du panel 3, M. Jean-François Tremblay, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 146 (lignes 13-25), p. 147 (lignes 1-4).

399. Dans l'éventualité où la Régie choisit de maintenir ou d'éliminer les actions privilégiées selon d'autres termes que ceux proposés par la Dre Villadsen, il faudra tenir compte que le taux de rendement devra être ajusté afin de demeurer raisonnable.

[...] and I heard some questions from the Tribunal yesterday in this regard is, couldn't we just increase the equity percentage, for example, for Intragaz who currently has more equity and then reduce the return on equity. And that's certainly a possibility. You could, instead of having this ten/forty-three (10/43), you could have forty-six (46) and a slightly lower cost of equity. That's an option. Though forty-three (43 %) and forty-six percent (46 %) equity would be in the ways of what I consider reasonable. [...]

- Témoignage de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p 88 (lignes 21-25), p. 89 (lignes 1-6) : La Dre Villadsen réfère à Intragaz, mais la même logique s'applique à Énergir.

400. Pour en illustrer l'importance, rappelons que la Dre Villadsen n'a pas tout simplement inclus les actions privilégiées dans la portion d'équité de la structure de capital d'Énergir, mais a plutôt fait un départage entre l'équité et la dette (d'où une recommandation en équité de 43% et non de 46%).

[...] I can also say for example that forty-three (43 %) equity is the same as taking Énergir currently thirty-eight point five (38.5 %) equity and sixty percent (60 %) percent of its current seven point five (7.5 %) preferred and allocating that to equity and then the remainder to debt. So we just removing the preferred.

- Témoignage de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 123 (lignes 20-25), p.124 (ligne 1).

2) **La structure de capital d'Intragaz**

401. À titre subsidiaire à la recommandation principale formulée par la Dre Villadsen relativement au taux de rendement, à la structure de capital et à la prime applicables à Intragaz, l'entreprise ne voit pas d'inconvénient à ce que la Régie décide de lier son taux de rendement à celui d'Énergir aux fins d'ajustements pouvant être requis au cours des 10 années associés à la période tarifaire d'Intragaz, ce qui permettrait d'offrir à Intragaz un allègement réglementaire non négligeable.

402. Cette position subsidiaire, toutefois, ne signifie pas que la structure de capital d'Intragaz devrait pour autant être identique à celle d'Énergir. D'une part, la structure de capital d'Intragaz n'a jamais été composée d'une portion d'actions privilégiées, Intragaz n'en fait pas la demande et sa structure de capital ne requiert pas une telle catégorie d'actions.

403. Plus important encore, pour atteindre le niveau d'endettement requis par sa structure de capital afin de lui permettre d'atteindre le taux de rendement autorisé, Intragaz doit obtenir un financement qui ne peut dépendre de la présence d'actions privilégiées dans sa structure de capital.

- Contre-interrogatoire du panel 3, M. Rock Marois, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 16 (ligne 5), p. 138 (ligne 3).

404. L'inclusion d'actions privilégiées dans la structure de capital d'Intragaz n'est donc pas une option viable pour l'entreprise, un tel scénario la mettant à risque quant à son financement et l'atteinte de son taux de rendement.

3) **Le Dr Booth fait fi du principe de l'isolement**

405. Le Dr Booth soumet qu'il serait à propos de conférer à Gazifère une structure de capital composée à 40% d'actions ordinaires, en tenant compte du taux de rendement qu'il recommande également.

406. Le Dr Booth se fonde sur la petite taille de Gazifère ainsi que sur le fait que celle-ci « *seems to be integrated into Enbridge Gas Inc, which is allowed 36%.* » pour conclure que le principe d'isolement ne devrait pas s'appliquer à Gazifère.

- Présentation du Dr Booth, C-ACIG-0087, diapositive No 15.
- Preuve du Dr Booth, C-ACIG-0037, p. 101 (lignes 17-27).

407. Le Dr Booth arrive à cette conclusion en faisant fi de la preuve présentée par Gazifère lors de l'audience dans le présent dossier, preuve qu'il décide de ne pas écouter malgré sa pertinence pour le débat, et par laquelle il est établi notamment que Gazifère est non seulement une entité juridique distincte d'Enbridge, mais également que ses activités sont menées de manière autonome par rapport à celles de la compagnie-mère, que les deux entités sont régies par des cadres réglementaires et des régulateurs distincts, et qu'elles desservent des clientèles aux habitudes de consommation différentes.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS Vol. 6, p. 174 (ligne 3), p. 175 (ligne 14).
- Contre-interrogatoire du panel 3, M. Jean-Benoit Trahan, 14 juin 2022, NS vol. 2, p. 33 (ligne 11), p. 36 (ligne 14).

408. La Régie, tout comme d'autres commissions canadiennes de l'énergie, reconnaît depuis longtemps que le coût de la dette des Demanderesses, et principalement de Gazifère, doit être déterminé sur la base du principe de l'isolement.

[165] La Régie a depuis longtemps établi le coût de la dette de Gazifère sur la base du principe d'isolement. La Régie juge que la preuve ne permet pas de modifier cette approche. [...]

- D-2010-147, para 165.

Voir également:

- D-2005-58, p. 22 et 38.
- D-2011-182, para 219.
- D-2018-067, para 413-414.
- Voir également la décision de l'Ontario OEB-2009-0084, p. 25-26.

409. Le Dr Booth reconnaît d'ailleurs que sa position contredit les décisions de la Régie des dernières décennies sur le sujet mais se dit en désaccord avec ce positionnement de la Régie et ne juge pas nécessaire de préciser ou défendre davantage sa position.

- Contre-interrogatoire du Dr Booth, 20 juin 2022, NS Vol. 6, p. 175 ligne 21 à p. 176 ligne 7 et p. 179 ligne 6 à p. 181 ligne 181, ligne 2, et p. 183 ligne 1 à 8.

410. La Régie doit adopter une approche conforme aux principes réglementaires reconnus, tel que celui de l'isolement, applicable à toutes les entités réglementées indépendamment de l'identité de l'actionnaire ou l'identité de l'entité liée.

411. Ainsi, il n'est pas pertinent d'identifier et de prendre en compte l'identité de l'actionnaire ou l'identité de l'entité liée.

- Témoignage en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 140 (lignes 4-11).

412. De manière générale, l'approche du Dr Booth ne démontre pas à la Régie qu'en l'adoptant et à la lumière du taux de rendement qu'il propose, les Demanderesses conserveraient une cote de crédit de « A », ou s'inscriraient dans les marges requises pour obtenir une telle cote, ce qui est pourtant important pour les investisseurs qui recherchent un niveau de certitude et un risque comparable.

413. D'ailleurs, le taux de rendement du Dr Booth, s'il est mis en place pour Énergir, risque de la faire passer d'un score « Satisfaisant » à « Sous la moyenne » (*Below Average*) par DBRS.

- DBRS, "Methodology: Rating Companies in the Regulated Electric, Natural Gas and Water Utilities Industry", Oct. 14, EGI 6.2, B-0042, p. 12.

414. La démarche de la Dre Villadsen sur la structure de capitale est plus détaillée et précise, conférant ainsi à la Régie un niveau de confort pour déterminer des structures de capital qui permettront aux Demanderesses de maintenir leur intégrité financière.

415. À la lumière de la preuve, les Demanderesses soumettent que les structures de capital énumérées ci-dessus et recommandées par la Dre Villadsen sont adéquates en ce qu'elles sont favorables pour permettre le taux de rendement proposé, s'inscrivent dans des paramètres appropriés pour des entreprises réglementées canadiennes et dans les paramètres qui doivent normalement permettre d'obtenir une cote « A » auprès des agences de crédit.

- Témoignage en chef de la Dre Villadsen, 15 juin 2022, NS vol. 3, p. 88 (lignes 3-8).

416. Pour conclure, les Demanderesses soumettent que la Régie doit accorder une attention particulière aux propos de la Dre Villadsen à l'effet que les structures de capital et taux de rendement courants, s'ils sont maintenus, ne peuvent permettre à l'investisseur un rendement équivalent à ce qu'il pourrait s'attendre à recevoir d'autres investissements comparables sur le marché.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p 25 (Q/A 24).

D) RECOMMANDATIONS DES EXPERTS

417. En résumé, les recommandations des experts Villadsen et Booth se résument de la manière suivante :

<u>Dre Villadsen</u>	ROE	Common Equity	Preferred Equity	Debt	<u>Dr Booth</u>	ROE	Common Equity	Preferred Equity	Debt
Énergir	10%	43%	0%	57%	Énergir	7.5%	38.5	7.5%	54%
Intragaz	10% + 0.5%	43%	0%	57%	Intragaz	7.5%	46%	0%	54%
Gazifère	10%	45%	0%	55%	Gazifère	7.65%	40%	0%	60%

418. Afin d’apprécier les recommandations des experts il est pertinent de voir les rendements réalisés des entités réglementées qui sont comprises dans les échantillons établis par la Dre Villadsen.

419. De manière générale, la Dre Villadsen identifie que les taux de rendement d’entités réglementées canadiennes sont de 9.75% à 11.25%, à une structure d’équité de 40%. À 46% d’équité, les entités réglementées canadiennes ont un taux de rendement entre 9% et 10.25%. Les entités réglementées étatsuniennes de gaz naturel et d’eau ont une gamme plus large de taux de rendement, mais ces taux sont cohérents avec les taux canadiens.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 25 (Q/A 5).

420. Les structures de capital de référence, à 40% et 46% d’équité, sont fréquentes parmi les entités réglementées canadiennes.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 25 (Q/A 24).

421. À la lumière de ces résultats, la Dre Villadsen estime que les structures de capital en vigueur actuellement pour les Demanderesses appellent à une gamme de taux de rendements raisonnables qui devrait se situer entre 9% et 10.75%, en tenant pour acquis que la structure de capital soit utilisée à des fins d’ajustements afin de répondre aux divers risques d’affaires qui peuvent exister entre entités réglementées.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, A5, p. 4.

FIGURE 1: SUMMARY OF REASONABLE RANGES AT 40% EQUITY

	Canadian Sample	Natural Gas Sample	Water Sample
CAPM/ ECAPM	8.25% - 10.5%	9.5% - 12.5%	9.5% - 12.5%
DCF*	10.5% - 12.0%	9.75% - 12.25%	8.75% - 14.5%

FIGURE 2: SUMMARY OF REASONABLE RANGES AT 46% EQUITY

	Canadian Sample	Natural Gas Sample	Water Sample
CAPM/ ECAPM	7.75% - 9.75%	9.0% - 11.5%	8.75% - 11.5%
DCF*	9.5% - 10.75%	9.0% - 11.0%	8.0% - 13.0%

*The lower DCF estimate is from the multi-stage DCF model, while the upper estimate is from the single-stage DCF model. The single-stage DCF results are non-trivially higher.

422. Sur la base de ces gammes de taux de rendement observés chez les entités réglementées parties aux échantillons sélectionnés par la Dre Villadsen, celle-ci recommande les taux de rendement de 10% pour Énergir et Gazifère, et de 10.5% pour Intragaz.

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p. 5.

423. De manière plus précise, la Dre Villadsen remarque que sur une période d'observation des quatre (4) dernières années, les taux de rendement des Demanderesses sont généralement moins élevés que les entités réglementées de gaz naturel au Canada (9.49% en 2020) et aux États-Unis (9.46%). Les ratios d'équité d'Énergir et de Gazifère sont également plus bas que ceux des entités réglementées de gaz naturel du Canada (41.9%) et des États-Unis (51.9%). Quant à Intragaz, le ratio d'équité est plus élevé que la moyenne des entités réglementées de gaz naturel canadiennes, mais moins élevé que celle des entités étatsuniennes. Son taux de rendement est toutefois moins élevé que la moyenne en Amérique du Nord.

Service	2020		2019		2018		2017	
	Allowed ROE (%)	Common Equity Ratio (%)	Allowed ROE (%)	Common Equity Ratio (%)	Allowed ROE (%)	Common Equity Ratio (%)	Allowed ROE (%)	Common Equity Ratio (%)
U.S.								
Natural Gas	9.46	51.86	9.71	51.75	9.59	50.09	9.72	49.88
Electric	9.44	49.69	9.65	49.94	9.60	49.02	9.74	48.90
Electric T&D	9.10	49.22	9.37	50.38	9.38	49.92	9.44	48.84
All	9.45	50.54	9.68	50.73	9.59	49.52	9.73	49.23
All - Settled	9.46	50.91	9.72	49.99	9.58	49.42	9.72	48.86
All - Fully Litigated	9.43	50.15	9.63	51.37	9.61	49.64	9.75	49.66
Canada								
Natural Gas	9.31	41.18	9.32	41.18	9.32	41.18	9.30	40.08
Electric	8.68	38.78	8.73	38.78	8.78	38.94	8.75	38.94
All (excluding Crown Corp.)	8.60	43.62	9.07	40.10	9.09	40.18	9.07	39.61
All (excluding Alberta and Crown Corp.)	8.64	41.29	9.29	41.29	9.32	41.39	9.29	46.11

- Témoignage écrit de la Dre Villadsen, B-0015, p.16-17 et Figure 6 à la p 20.

424. Ces constats de la Dre Villadsen appellent donc à une hausse des taux de rendement et à une modification des structures de capital, en référence à ce qui est en place actuellement.

425. Cette hausse est également compatible avec les constats du Dr Brown ainsi qu'avec les observations du milieu d'affaires communiquées par les témoins d'Énergir, de Gazifère et d'Intragaz.

426. La recommandation du Dr Booth d'établir un taux d'une valeur de 7.5% pour Énergir et Intragaz, et de 7.65% Gazifère, selon les structures de capital qu'il propose, n'est ni raisonnable ni

défendable à la lumière de la situation des Demanderesses, en comparaison avec les échantillons et les risques auxquelles elles sont exposées. Rien dans la preuve au dossier ne démontre que les taux de rendement devraient être diminués; la méthodologie aléatoire du Dr Booth ne saurait pas non plus le justifier.

427. Pour tous ces motifs, les Demanderesses demandent respectueusement à la Régie d'accorder leurs demandes relatives aux taux de rendement et structures de capital.

E) L'ORDONNANCE DE CONFIDENTIALITÉ DEMANDÉE

1) Cadre juridique

428. Les Demanderesses soumettent que les pièces cotées BV-4 à BV-10, BV-12 et BV-13, ainsi qu'aux pièces EGI-5, EGI-6.3, EGI-7.1 à EGI-7.22, EGI-9, EGI-12, EGI-14.3 à EGI-14.24, EGI-18.1.2, EGI-18.3.1, EGI-18.3.2, EGI-18.3.9, EGI-18.5, EGI-18.5.1 à EGI-18.5.6, EGI-20.4.1 à EGI-20.4.4, EGI-24.2.1, EGI-24.2.4, EGI-24.3 et EGI-18.1.2. doivent faire l'objet d'un traitement confidentiel et être interdites de divulgation, de publication et de diffusion jusqu'à la fin d'une période de dix (10) ans, soit jusqu'en 2031.

429. L'article 30 de la *LRÉ* prévoit :

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

430. À l'instar des tribunaux québécois, la Régie a le pouvoir d'interdire la divulgation, la publication et la diffusion de documents qui ont un caractère confidentiel.

431. Dans l'affaire *Sierra Club*, la Cour suprême du Canada mentionne qu'une ordonnance de confidentialité peut être rendue lorsqu'elle est nécessaire pour écarter un risque sérieux pour un intérêt important, comprenant un intérêt commercial, et que ses effets bénéfiques l'emportent sur ses effets préjudiciables. Une ordonnance de confidentialité peut ainsi être rendue si les renseignements en question sont traités de façon confidentielle par leur propriétaire, si leur divulgation ferait courir un risque sérieux à un intérêt commercial important et s'ils ont été recueillis dans l'expectative raisonnable qu'ils resteraient confidentiels.

- *Sierra Club du Canada c. Canada (Ministre des Finances)*, [2002] 2 R.C.S. 522, para 53 et 60.

432. La Cour suprême a déterminé qu'un intérêt commercial important est en jeu lorsque la divulgation des renseignements emporterait un manquement aux obligations contractuelles, soit lorsque les informations en question appartiennent à un tiers et qu'une entente de confidentialité a été conclue avec ce tiers.

49. L'objet immédiat de la demande d'ordonnance de confidentialité d'ÉACL a trait à ses intérêts commerciaux. Les renseignements en question appartiennent aux autorités chinoises. Si l'appelante divulguait les documents confidentiels, elle manquerait à ses obligations contractuelles et s'exposerait à une détérioration de sa position concurrentielle. Il ressort clairement des conclusions de fait du juge des

requêtes qu'ÉACL est tenue, par ses intérêts commerciaux et par les droits de propriété de son client, de ne pas divulguer ces renseignements (para 27), et que leur divulgation risque de nuire aux intérêts commerciaux de l'appelante (para 23).

[Nos soulignements]

- *Sierra Club du Canada c. Canada (Ministre des Finances)*, [2002] 2 R.C.S. 522, para 49.

2) **Les informations confidentielles provenant des bases de données des experts**

433. Me Barbara Levine, avocate de Brattle, la firme d'expertise retenue par les Demanderesses, a expliqué dans son affidavit les motifs justifiant l'ordonnance de confidentialité. L'experte des Demanderesses, Dre Villadsen, a utilisé des données sous licence pour préparer son rapport d'expertise. Les données utilisées ont été obtenues sur une base exclusive de la part de fournisseurs de données, dont Bloomberg, Value Line, TR et S&P, avec lesquelles Brattle a pris des engagements concernant une divulgation limitée. Ainsi, la divulgation de l'ensemble des données entraînerait la violation contractuelle des ententes de licence de Brattle qui ont été conclues avec des tiers.

- Affidavit de Me Barbara Levine, B-0031.

434. De plus, les effets bénéfiques d'une ordonnance de confidentialité l'emportent sur ses effets préjudiciables. En effet, l'ordonnance de confidentialité permet à Brattle de respecter ses obligations.

435. Également, l'utilisation de ces données était essentielle afin de produire une expertise complète. La Régie, ainsi que les Intervenants et experts qui ont signé une entente de confidentialité, ont eu accès à ces données et pourront les analyser afin d'évaluer la valeur probante du témoignage de la Dre Villadsen.

436. Les Demanderesses notent qu'aucune preuve au dossier ne remet en question les allégations contenues à l'affidavit de Me Levine. Les renseignements dont la confidentialité est demandée sont des données financières complexes pour lesquelles le consommateur moyen ne trouverait peu ou pas d'utilité. Finalement, la Dre Villadsen a émis ses conclusions découlant de son analyse de ces données dans un document public.

- Affidavit de Me Barbara Levine, B-0031.

3) **La confidentialité des honoraires des avocats des Demanderesses**

437. Les cabinets d'avocats Woods s.e.n.c.r.l et Miller Thomson s.e.n.c.r.l. (les « **Cabinets** ») représentent respectivement Énergir et Gazifère et Intragaz dans la présente instance. Les Demanderesses demandent une ordonnance de confidentialité quant aux honoraires de leurs avocats pour les motifs allégués dans les affidavits de Mme Odile Poupart et de Me Fadi Amine.

438. Les honoraires des avocats des Demanderesses sont des informations de nature hautement sensible. En effet, le taux moyen reflète une stratégie d'affaires des Cabinets dont ces derniers ont

un intérêt commercial important à en protéger la confidentialité dans le marché concurrentiel des services juridiques. Ces informations sont traitées de manière confidentielle et ne sont pas disponibles publiquement. La clientèle des Cabinets s'attend à ce que ces informations soient traitées de manière confidentielle.

- Déclaration sous serment de Mme Odile Poupart, B-0214.
- Déclaration sous serment de Me Fadi Amine, B-0213.

439. La divulgation des informations déposées sous pli confidentiel causerait préjudice aux Cabinets. Ainsi, la Régie est justifiée de rendre l'ordonnance de confidentialité.

- Déclaration sous serment de Mme Odile Poupart, B-0214.
- Déclaration sous serment de Me Fadi Amine, B-0213.

VII. CONCLUSIONS

POUR CES MOTIFS, PLAISE À LA RÉGIE DE L'ÉNERGIE

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

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

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

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

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

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

APPROUVER l'ajout d'une prime d'échéance de 50 points de base sur le taux de rendement de 10% d'Intragaz pour une période de 10 ans correspondant à la période tarifaire 2023 à 2032;

SUBSIDIAIREMENT, APPROUVER que soit lié le taux de rendement d'Intragaz à celui d'Énergir, de sorte que si le taux de rendement d'Énergir change d'un certain nombre spécifique de points de base pendant la période tarifaire de 10 ans propre à Intragaz, le taux de rendement d'Intragaz change de manière équivalente;

ACCORDER un délai de deux semaines, à compter de la prise en délibéré de la Phase 2, pour le dépôt par les Demanderesses de la preuve des coûts réels portés aux CFR;

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

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

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

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

Montréal, le 12 juillet 2022

Woods s.e.n.c.r.l./LLP

Woods s.e.n.c.r.l.

Avocats d'Énergir s.e.c.

Me Patrick Ouellet

Me Marie-Pier Cloutier

Me Emmanuelle Lanctôt

notification@woods.qc.ca

pouellet@woods.qc.ca

mpcloutier@woods.qc.ca

elanctot@woods.qc.ca

2000, av. McGill College, bureau 1700

Montréal (Québec) H3A 3H3

Tél. 514 982-4545 / Téléc. 514 284-2046

Notre référence : 6764-1

Miller Thomson s.e.n.c.r.l.

Miller Thomson s.e.n.c.r.l.

Avocats de Gazifère inc.

Avocats d'Intragaz s.e.c.

Me Adina-Cristina Georgescu

Me Roxane Nadeau

acgeorgescu@millerthomson.com

rnadeau@millerthomson.com

1000, rue De La Gauchetière Ouest

Bureau 3700

Montréal, (Québec) H3B 4W5

Tél. : (514) 875-5210 / Téléc. : (514) 875-

4308

CANADA

PROVINCE DE QUÉBEC
DISTRICT DE [INSÉRER]

No : R-4156-2021 Phase 2

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

ÉNERGIR, S.E.C.

(ci-après « Énergir »)

Gazifère inc.

(ci-après « Gazifère »)

Intragaz, s.e.c.

(ci-après « Intragaz »)

ci-après collectivement désignées les
« Demanderses »

ci-après collectivement désignées les
« Demanderses »

LISTE DES SOURCES

LÉGISLATION	ONGLET
Projet de règlement modifiant la Loi sur les normes d'efficacité énergétiques de certains appareils fonctionnant à l'électricité ou aux hydrocarbures, D 28-21, 2021, GOQ, 22 juin 2022, 154 ^e année, n°25 à la p 3491;	1
JURISPRUDENCE	ONGLET
<i>Bluefield Water Works & Improvement Co. v Public Service Commission of West Virginia</i> 262 U.S. 679 (1923), à la p 692;	2
<i>Northwestern Utilities Ltd. v Edmonton (City)</i> , 1929 CanLII 39 (SCC), [1929] SCR 186, (j. Lamont) aux pp 192-193;	3

<i>ATCO Gas and Pipelines Ltd. v Alberta (Energy and Utilities Board)</i> [2006] 1 RCS 140 au para 70;	4
<i>British Columbia Electric Railway Co. v Public Utilities Commission</i> , [1960] SCR 837;	5
<i>Federal Power Commission v. Hope Natural Gas</i> 320 U.S. 591 (1944), p. 603;	6
<i>Sierra Club du Canada c. Canada (Ministre des Finances)</i> , [2002] 2 R.C.S. 522, para 53 et 60;	7
West Virginia et al v Environmental Protection Agency et al, 985 F (3d) 914 (DC Cir June 30, 2022);	8
<i>Liberty Utilities (Gaz Nouveau-Brunswick) LP représentée par son associée commanditée, Liberty Utilities (Gaz Nouveau-Brunswick) Corp. c Commission de l'énergie et des services publics du Nouveau-Brunswick</i> , 2022 NBCA 29;	9
<i>TransCanada PipeLines Limited v National Energy Board et al.</i> , [2004] C.A.F. 149;	10
DOCTRINE	ONGLET
Leonard Saul Goodman, <i>The Process of Ratemaking</i> , vol 1 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998) 594;	11
Leonard Saul Goodman, <i>The Process of Ratemaking</i> , vol 2 (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 1998) at 840, 860 and 861;	12
Jonathan A Lesser & Leonardo R Giacchino, <i>Fundamentals of Energy Regulation</i> (Vienna, VA: Public Utilities Reports, 2007) at 42;	13
Asa Hopkins, Alice Napoleon & Kenji Takahashi, “Gas Regulation for a Decarbonized New York: Recommendations for Updating New York Gas Utility Regulations” (June 29, 2020) Synapse Energy Economics at 32;	14
Kathleen McShane & Michael Cleland, eds, “Fair return” in Gordon Kaiser and Bob Heggie <i>Energy Law and Policy</i> (Toronto: Carswell, 2011) at 495-496;	15
Laurence Booth, Sean Cleary et Ian Rakita, <i>Introduction to Corporate Finance</i> , (USA: Wiley, 2014);	16
DÉCISIONS DES AUTRES RÉGIES CANADIENNES	ONGLET
AUC, Décision 27084-D01-2022;	17
Décision OEB-2009-0084;	18
AUC Décision 22570-D01-2018;	19

TransCanada PipeLines Ltd. (Re), 2013 LNCNEB 2;	20
NBEUB, Liberty, matter No. 491;	21
DÉCISIONS DE LA RÉGIE NON DISPONIBLES EN LIGNE	ONGLET
D-96-031;	22
D-90-75;	23
DÉCISIONS DE LA RÉGIE DISPONIBLES EN LIGNE	LIEN
D-99-11;	<u>En ligne</u>
D-99-150;	<u>En ligne</u>
D-2003-93;	<u>En ligne</u>
D-2005-58;	<u>En ligne</u>
D-2007-24;	<u>En ligne</u>
D-2007-116;	<u>En ligne</u>
D-2009-156;	<u>En ligne</u>
D-2010-147;	<u>En ligne</u>
D-2011-140;	<u>En ligne</u>
D-2011-182;	<u>En ligne</u>
D-2012-024;	<u>En ligne</u>
D-2013-081;	<u>En ligne</u>
D-2013-106;	<u>En ligne</u>
D-2014-034;	<u>En ligne</u>
D-2018-067;	<u>En ligne</u>
D-2019-141;	<u>En ligne</u>
D-2020-104;	<u>En ligne</u>
D-2020-145;	<u>En ligne</u>
D-2021-083;	<u>En ligne</u>
D-2021-087;	<u>En ligne</u>
D-2022-061.	<u>En ligne</u>

Montréal, le 12 juillet 2022

Woods s.e.n.c.r.l./LLP

Miller Thomson s.e.n.c.r.l.

Woods s.e.n.c.r.l.

Avocats d'Énergir s.e.c.

Me Patrick Ouellet

Me Marie-Pier Cloutier

Me Emmanuelle Lanctôt

notification@woods.qc.ca

pouellet@woods.qc.ca

mpcloutier@woods.qc.ca

elanctot@woods.qc.ca

2000, av. McGill College, bureau 1700

Montréal (Québec) H3A 3H3

Tél. 514 982-4545 / Téléc. 514 284-2046

Notre référence : 6764-1

Miller Thomson s.e.n.c.r.l.

Avocats de Gazifère inc.

Avocats d'Intragaz s.e.c.

Me Adina-Cristina Georgescu

Me Roxane Nadeau

acgeorgescu@millerthomson.com

rnadeau@millerthomson.com

1000, rue De La Gauchetière Ouest

Bureau 3700

Montréal, (Québec) H3B 4W5

Tél. : (514) 871-5476 / Téléc. : (514) 875-4308