



## **DÉCISION**

**EN L'AFFAIRE CONCERNANT** l'examen du  
coût du capital pour Enbridge Gaz Nouveau-Brunswick,  
société en commandite (EGNB)

**30 novembre 2010**

EN L'AFFAIRE CONCERNANT l'examen du coût du capital pour Enbridge Gaz Nouveau-Brunswick, société en commandite (EGNB)

**COMMISSION DE L'ÉNERGIE ET DES SERVICES PUBLICS  
DU NOUVEAU-BRUNSWICK :**

PRÉSIDENT : Raymond Gorman, c.r.

VICE-PRÉSIDENT : Cyril Johnston

MEMBRES : Don Barnett  
Edward McLean  
Robert Radford, c.r.

SECRÉTAIRE : Lorraine Légère

CONSEILLÈRE JURIDIQUE Ellen Desmond

**DEMANDEUR :**

Enbridge Gaz Nouveau-Brunswick,  
partenaire en commandite Len Hoyt, c.r.  
David MacDougall

**INTERVENANTS :**

Atlantic Wallboard L.P. Christopher Stewart

Ministère de l'Énergie Mary Ann Mann

Flakeboard Company Limited Gary Lawson

Intervenant public Daniel Thériault, c.r.

## INTRODUCTION

La Commission de l'énergie et des services publics du Nouveau-Brunswick (la Commission) réglemente Enbridge Gaz Nouveau-Brunswick depuis le début de ses opérations au Nouveau-Brunswick en 2002. À ce moment-là, la Commission avait approuvé un système d'établissement des tarifs et de comptabilité qui allait permettre à EGNB de faire des investissements importants durant la période où elle développerait le réseau de distribution. Ces investissements ont été faits dans l'optique de pouvoir être récupérés auprès des abonnés une fois la période de développement terminée. En 2008, la Commission a reconnu la nécessité de prendre un certain nombre de décisions réglementaires avant la fin de la période de développement.

La Commission a convoqué une audience sous la forme de séance de gestion de cas, laquelle s'est tenue le 22 janvier 2009, où elle a entendu toutes les parties intéressées concernant ces questions réglementaires. Ces parties ont présenté leurs positions à propos des questions nécessitant l'examen de la Commission, de l'ordre et la nature des sujets pouvant être commodément pris en considération au cours d'une même audience. La décision à l'issue de cette audience a imprimé l'orientation des audiences subséquentes.

Certains parmi les premiers sujets à traiter ont été les questions entourant la période de développement. Il a été reconnu que la décision quant à la façon dont la période de développement est définie et doit se terminer allait avoir un impact sur de nombreux autres dossiers à déterminer.

La Commission, dans une décision concernant la période de développement datée du 1<sup>er</sup> décembre 2009, a identifié des questions additionnelles requérant un examen, trouvant spécifiquement que le rendement des capitaux propres, le coût de la dette et la structure financière d'Enbridge Gaz Nouveau-Brunswick, société en commandite (EGNB) devraient être réexaminés durant la période de développement. Un processus a été mis en place pour procéder à cet examen, lequel incluait le dépôt par EGNB d'une prévision sur 10 années.

Une audience publique a été tenue à Fredericton du 27 au 30 septembre 2010 afin d'examiner le rendement des capitaux propres, le coût de la dette et la structure financière d'EGNB.

## **Approbation du coût de la dette**

La Commission abordera en premier lieu la question du coût de la dette d'EGNB approuvé pour fins de réglementation. Le financement de la dette d'EGNB est assuré par Enbridge Inc., le partenaire majoritaire. Le coût de la dette approuvé est actuellement établi à 100 points de base (1 %) au-dessus du taux d'intérêt créditeur d'Enbridge Inc. Ce taux a été établi par la Commission dans sa décision du 23 juin 2000 et est resté en place jusqu'à ce jour.

Lawrence Booth a présenté des éléments probants déposés au préalable et a témoigné à l'audience au nom de l'intervenant public. Il soutient que, compte tenu du fait qu'Enbridge Inc. est une société de portefeuille et qu'elle n'a pas accès direct au flux de rentrées d'un service d'utilité publique, elle paie une prime sur le marché obligataire supérieure au taux que paierait un service public bien établi. Le D<sup>r</sup> Booth recommande que la Commission n'autorise pas la prime requise de 100 points de base sur le coût de la dette d'Enbridge Inc., étant donné qu'EGNB est une société exploitante avec un flux de rentrées et qu'elle ne devrait pas être considérée comme étant plus à risque que la société de portefeuille, Enbridge Inc. Le D<sup>r</sup> Booth estime qu'EGNB devrait être en mesure d'obtenir un taux d'intérêt sur la dette semblable au taux obligataire d'Enbridge Inc.

Dans ses éléments probants déposés au préalable, le D<sup>r</sup> Booth recommandait qu'on demande à EGNB de fournir à la Commission les estimations de financement de deux courtiers en valeurs mobilières avant d'accorder à EGNB une prime de 100 points de base sur le coût de la dette d'Enbridge Inc.

EGNB a agi sur cette recommandation avant l'audience et a recueilli l'avis de RBC Marché des Capitaux et TD Valeurs Mobilières à propos des coûts de financement. Deux lettres ont été reçues de TD Valeurs Mobilières, chacune étant basée sur des hypothèses différentes. Le 4 août, TD Valeurs Mobilières a émis une opinion à l'effet que la répartition sur 10 ans de la courbe de rendement du gouvernement du Canada serait de l'ordre de +150 à 165 points de base. En formulant cette opinion, une des hypothèses clés utilisées était qu'EGNB est une société filiale d'Enbridge Inc.

Une nouvelle opinion a été formulée le 2 septembre par TD Valeurs Mobilières stipulant que la répartition sur 10 ans de la courbe de rendement du gouvernement du Canada serait de l'ordre de 225 à 425 points de base, dépendant du taux (BB à BB+ comparé à BBB-). En formulant l'opinion du 2 septembre, une des hypothèses clés était qu'EGNB est une entreprise autonome.

La Commission arrive à la conclusion que les hypothèses employées par TD Valeurs Mobilières dans son opinion du 2 septembre sont plus appropriées pour la circonstance dans laquelle se trouve EGNB et sont comparables aux hypothèses sous-jacentes utilisées par RBC Marché des Capitaux.

EGNB fait valoir que son tarif actuellement approuvé pour le coût de la dette est raisonnable et qu'aucun changement n'est justifié. Bien que le D<sup>r</sup> Booth ait fourni les éléments probants à l'effet que le coût de la dette d'Enbridge Inc. était presque toujours plus élevé que celui de deux de ses filiales faisant affaire en Ontario, la Commission n'a entendu aucune justification à l'effet qu'EGNB puisse emprunter à un taux inférieur à Enbridge Inc. et elle a, en fait, entendu une justification à l'effet qu'EGNB soit requise de payer un taux plus élevé.

M. Charleson a témoigné à la page 262 à l'effet que :

*...il y a environ un an et demie à deux ans, nous avons – le groupe de trésorerie a également cherché à savoir s'il existait une possibilité – s'il existait un moyen d'économiser sur les frais d'intérêt si nous allions vers les marchés privés et (cela) revenait à des frais plus élevés.*

La Commission arrive à la conclusion qu'EGNB est actuellement incapable d'obtenir du financement à un taux inférieur au taux d'intérêt créditeur d'Enbridge Inc. plus 100 points de base.

Compte tenu de ce qui précède, la Commission détermine que le coût de la dette actuel est raisonnable et ordonne que le coût de la dette d'EGNB soit limité au taux d'emprunt actuel d'Enbridge Inc. plus 100 points de base. Ce taux devra s'appliquer tant sur les emprunts à long terme qu'à court terme. En outre, la Commission ordonne à EGNB de continuer de consigner toute l'information nécessaire concernant le coût d'emprunt de sa société mère en appui des frais d'intérêts facturés à EGNB. Cette information sera déposée, notamment, en vue de l'examen annuel.

## **Rendement des capitaux propres**

Le taux de rendement des capitaux propres (RCP) d'EGNB actuellement approuvé est de 13 %, lequel taux a été approuvé par la Commission dans sa décision du 23 juin 2000. EGNB propose que le RCP soit établi à 12,75 % alors que l'intervenant public propose que le RCP soit de 9 %. La proposition de l'intervenant public est appuyée par Atlantic Wallboard Limited et Flakeboard LP.

La Commission s'est vue présenter un certain nombre de méthodes différentes pour calculer un RCP approprié. Kathleen McShane, qui témoignait au nom d'EGNB en utilise trois, à savoir : gains comparables, flux net de trésorerie actualisé et prime de risque sur capitaux propres. Parmi ces méthodes, la Commission trouve que les deux premières ne sont pas appropriées aux circonstances du cas présent et ne tiendra compte que de la méthode de la prime de risque sur capitaux propres.

En ce qui concerne la prime de risque sur capitaux propres, M<sup>me</sup> McShane utilise différents tests. Ces tests sont : le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), une méthode de prime à valeur nette des flux de trésorerie actualisés et la méthode de la prime historique. M<sup>me</sup> McShane fait la moyenne des primes résultant de ces trois tests pour établir une prime recommandée et le RCP qui en résulte comme service public repère.

M<sup>me</sup> McShane comme le D<sup>r</sup> Booth font appel au MEDAF dans leur méthodologie. La justification du D<sup>r</sup> Booth est principalement basée sur la méthode du MEDAF tandis que celle de M<sup>me</sup> McShane l'utilise comme une parmi une série d'approches. M<sup>me</sup> McShane exprime des inquiétudes à l'idée d'utiliser uniquement la méthode MEDAF mais la Commission estime que les avantages de la méthode MEDAF l'emportent sur ses faiblesses. Ceci est particulièrement vrai au sujet d'EGNB – un service d'utilité publique de petite taille et jeune qui n'est pas négocié sur le marché.

L'Office national de l'énergie a discuté de la méthode MEDAF dans la décision *Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc.*, [RH-1-2008] où il déclare à la page 26 :

*La Commission est d'avis que le MEDAF est largement accepté en tant que modèle de coût des fonds propres. La Commission s'est appuyée sur ce modèle au cours d'instances précédentes et n'a pas été contestée durant la présente instance comme méthode d'estimation du coût des fonds propres. Selon la perspective de la Commission, le*

*MEDAF capture la valeur nette du risque que les détenteurs doivent supporter lorsqu'ils détiennent une action ordinaire.*

La Commission trouve que la méthode MEDAF est largement utilisée, bien acceptée et étudiée en détail. En résultat, la Commission trouve, à ce moment-ci, qu'un modèle d'évaluation des actifs financiers est une méthode appropriée pour déterminer le RCP d'un service public repère et elle utilisera cette méthode au cours de la présente décision.

Cette méthode MEDAF pour EGNB peut se résumer par l'équation suivante :

$$\text{RCP} = \text{taux sans risque} + (\text{prime de risque du marché} \times \text{coefficient bêta}) + \text{frais d'émission} + \text{prime de risque EGNB}$$

Comme l'équation l'indique, le modèle requiert de déterminer une prévision raisonnable de taux sans risque. Une prime de risque du marché appropriée est ensuite ajoutée au taux sans risque. La prime est estimée pour le marché dans son ensemble et rajustée au moyen d'un coefficient bêta. Bêta est un facteur utilisé pour convertir une prime de risque du marché ordinaire en prime appropriée pour un service public repère. Un montant additionnel est ajouté pour couvrir les frais d'émission ou de financement. Compte tenu qu'EGNB n'est pas un service public repère bien établi, une prime de risque supplémentaire doit être envisagée pour prendre en compte la situation spécifique d'EGNB. La présente décision abordera tour à tour chacun de ces dossiers.

### **Le taux sans risque**

L'étape initiale dans la méthode MEDAF consiste à établir le taux sans risque. M<sup>me</sup> McShane et le D<sup>r</sup> Booth recommandent tous deux que le taux d'intérêt des obligations du gouvernement canadien sur 30 ans (LTC) soit utilisé comme taux sans risque. La Commission accepte cette recommandation aux fins de la présente audience.

M<sup>me</sup> McShane recommande une prévision LTC de 5,0 % basée sur la prévision de *Consensus Economics*. *Consensus Economics* ne produit pas de prévisions mensuelles au sujet des obligations du gouvernement canadien sur 30 ans. En conséquence, M<sup>me</sup> McShane utilise leur prévision au sujet des obligations du gouvernement canadien sur 10 ans, à laquelle elle ajoute une différentielle entre le taux obligataire sur 10 ans et le taux obligataire sur 30 ans. Au cours de la première année de sa prévision, elle ajoute une prime de 0,4 % représentant la différentielle courante pour arriver à 4,6 %. La prévision de M<sup>me</sup> McShane est sur 10 ans, et par conséquent,

elle utilise la même méthodologie pour élaborer les prévisions LTC pour 2011-2015 (5,0 %) et 2016-2020 (5,3 %). Elle conclut qu'une LTC de 5,0 % est raisonnable.

La prévision LTC du D<sup>r</sup> Booth est basée sur l'historique récent du taux obligataire sur 30 ans. Il conclut que le rendement obligataire sur 30 ans est demeuré à 4,5 % de 2005 jusqu'à la fin de 2007. Il est d'opinion qu'à long terme le taux retournera à 4,5 %. Il prévoit une reprise économique modeste au Canada, laquelle augmentera le taux d'intérêt et il prévoit, par conséquent, un taux d'intérêt de 4,25 % en 2011 et 4,5 % en 2012. Il recommande que la Commission utilise un taux LTC de 4,25 %.

La Commission arrive à la conclusion que les prévisions LTC de *Consensus Economics* sont largement acceptées et plus appropriées que les rendements historiques et les utilisera pour établir le taux sans risque. La Commission ne croit pas qu'une projection LTC sur 10 ans soit appropriée, mais par ailleurs, elle est d'accord avec l'approche de M<sup>me</sup> McShane.

Dans la perspective de la Commission, la démarche préférée, à ce moment-ci, est d'utiliser la prévision de *Consensus Economics* pour les obligations sur 10 ans et d'ajouter l'écart de tarif courant entre les obligations sur 10 ans et les obligations sur 30 ans pour arriver à une prévision pour les obligations du gouvernement canadien sur 30 ans comme prévision LTC. La Commission, en suivant cette démarche, arrive à la conclusion que le taux sans risque est de 4,6 % aux fins de la présente décision.

### **Prime de risque du marché**

Une fois qu'une prime de risque a été établie, l'étape suivante consiste à établir la prime de risque du marché qui se rapproche du rendement ajouté requis par les investisseurs sur le marché boursier.

Pour calculer la prime pour le marché dans son ensemble, M<sup>me</sup> McShane soustrait sa prévision LTC du rendement historique du capital-actions. Elle examine les données historiques et elle conclut que le RCP a été de l'ordre de 11,5 % à 12,0 %. Après avoir utilisé des techniques statistiques, M<sup>me</sup> McShane a témoigné qu'il n'existe aucune tendance bien en évidence dans le rendement des capitaux propres et elle conclut que cette fourchette est une prévision raisonnable au sujet des rendements du marché dans l'avenir. Elle soustrait de cette fourchette sa prévision LTC de 5,0 % et elle conclut qu'une fourchette raisonnable pour la prime de risque du marché est de 6,5 % à 7,0 %. Elle recommande une valeur moyenne de 6,75 %.



La Commission trouve plus approprié une comparaison entre les taux LTC historiques et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette comparaison est présentée par M<sup>me</sup> McShane dans l'annexe 14 et résumée dans le tableau 6 de sa justification. Les données suggèrent que la prime de risque du marché pour les compagnies canadiennes était de 5,3 % pour la période de temps entre 1924 et 2009.

La recommandation du D<sup>f</sup> Booth pour la prime de risque du marché s'appuie sur un sondage auprès d'analystes financiers et de professeurs de finance à propos des primes de risque du marché qu'ils utilisent. De façon spécifique, sa justification inclut un sondage de 2008 auprès d'universitaires comprenant 29 Canadiens et ces répondants ont indiqué des primes variant entre 2,0 % et 8,0 %. Le D<sup>f</sup> Booth fait remarquer que la majorité des répondants au sondage utilisent une prime de 5,0 à 6,0 % et il recommande cette fourchette comme étant celle appropriée.

Après avoir examiné tous les éléments probants, la Commission arrive à la conclusion qu'une prime de risque du marché appropriée se situe entre 5,0 % et 6,0 % et aux fins de la présente décision, la Commission établit la prime de risque du marché à 5,5 %.

### **Coefficient bêta**

Pour arriver à la prime de risque pour un service public repère, la prime de risque du marché doit, globalement, être rajustée au moyen d'un coefficient bêta. La raison en est qu'un investissement dans un service d'utilité publique type est considéré moins risqué qu'un investissement dans le marché global.

M<sup>me</sup> McShane recommande un coefficient bêta de l'ordre de 0,65 à 0,70. Elle arrive à cette fourchette en analysant la variabilité historique de l'indice composé S&P/TSX comparé à un sous-indice global de compagnies de service d'utilité publique.

Le D<sup>f</sup> Booth emploie lui aussi des données historiques. Il examine le coefficient bêta du sous-indice S&P/TSX des services d'utilité publique ainsi qu'un ensemble de sociétés de portefeuille canadiennes de services d'utilité publique. Il examine, en outre, le rendement des services d'utilité publique durant la récente crise financière. Il conclut qu'une fourchette pour le coefficient bêta se situe entre 0,45 et 0,55.

De par sa nature, le coefficient bêta des services publics est basé sur une information similaire à travers tout le pays. Pour cette raison, il vaut la peine pour la Commission de se tourner vers

d'autres juridictions pour trouver de l'information additionnelle. On trouve un examen partiel d'autres juridictions dans la justification du D<sup>f</sup> Booth en page 50. La fourchette semblerait se tenir entre 0,50 et 0,66.

La Commission arrive à la conclusion que le coefficient bêta approprié aux fins de la présente décision est de 0,55 et que la prime de marché résultante pour un service public repère est de 3,03 % (5,5 % x 0,55).

### **Frais d'émission**

La Commission a entendu la justification à la fois de M<sup>me</sup> McShane et du D<sup>f</sup> Booth à l'effet qu'une prime pour prendre en compte les frais de financement ou d'émission est appropriée. M<sup>me</sup> McShane recommande que la prime soit établie à 0,75 % tandis que le D<sup>f</sup> Booth conclut que 0,50 % est raisonnable.

Fort peu d'éléments probants sur ce sujet ont été présentés à la Commission et peu de temps a été consacré à cette question durant l'audience. Compte tenu que les deux experts indiquent qu'un montant est nécessaire pour les frais d'émission, la Commission accepte la proposition du D<sup>f</sup> Booth, celle-ci étant la plus basse des deux, et arrive à la conclusion qu'une prime de 0,50 % est appropriée.

### **RCP repère**

Les constatations qui précèdent se soldent par un RCP de 8,13 % pour un service public repère.

### **Prime de risque spécifique à EGNB**

EGNB n'est pas un service public repère et le calcul final du RCP doit inclure une prime de risque spécifique à EGNB pour les investisseurs. M<sup>me</sup> McShane recommande une prime de risque pour EGNB de 2,0 % à 3,0 % tandis que le D<sup>f</sup> Booth conclut qu'une prime pas plus élevée que 1,0 % est requise.

Il est utile à ce point-ci de discuter de l'exposition à un risque en relation avec EGNB.

Dans sa justification, EGNB regroupe les risques auxquels elle est confrontée en cinq catégories : risque du marché, risque concurrentiel, risque d'approvisionnement, risque réglementaire et risque de recouvrement du compte différé. Bien qu'EGNB déclare que le risque pour certaines de ces catégories puisse avoir diminué, elle plaide que le risque pour certaines d'entre elles a augmenté. Dans l'ensemble, EGNB croit être toujours confrontée à des risques importants et que les risques se sont déplacés du développement du marché vers le rendement du capital investi. Avant d'examiner les risques rattachés aux affaires d'EGNB, la Commission estime qu'il est important de clarifier le rôle que jouent ces risques dans le cheminement vers une conclusion.

La Commission reconnaît que l'importance des risques s'est déplacée du développement du marché vers une préoccupation au sujet du rendement du capital investi. Toutefois, il faut user de prudence lorsqu'on compare le risque actuel avec le risque associé à la compagnie en 2000. Cette sorte de changements relatifs de risques à partir de 2000 jusqu'au moment présent peut contribuer à orienter la Commission dans sa décision, mais la principale comparaison doit s'effectuer avec les autres services d'utilité publique actuellement en exploitation. Le RCP est un incitatif pour l'investisseur qui cherche à investir dans les actions. Le choix pour l'investisseur n'est pas s'il doit investir dans EGNB aujourd'hui ou s'il aurait dû le faire en 2000, mais plutôt d'investir dans EGNB aujourd'hui en comparaison à d'autres possibilités d'investissement, y compris d'autres services d'utilité publique. C'est dans ce cadre de référence que la Commission évalue le risque confrontant EGNB et qu'elle détermine la prime de risque nécessaire.

### Risque du marché

En termes de risque lié au marché, EGNB inclut la taille et la nature du marché néo-brunswickois comme enjeu. De façon spécifique, elle prétend que servir les abonnés de manière rentable est un défi plus grand dans une province peu densément peuplée. De plus, parce que l'économie néo-brunswickoise est de petite taille et pas autant diversifiée que certaines autres économies provinciales, le Nouveau-Brunswick est davantage exposé aux ralentissements économiques. Cette vulnérabilité aux fluctuations économiques, maintient la Compagnie, place le service d'utilité publique plus à risque de perdre de la charge. EGNB inclut également l'existence de franchises locales qui représentent pas moins de 80 % de la charge provinciale. Sans cette charge, la Compagnie estime qu'elle est exposée à un risque plus grand que ce ne serait le cas autrement.

En outre, dans sa justification, EGNB déclare que le gaz naturel est toujours un choix de carburant relativement peu familier bien que la Compagnie ait fait des progrès dans l'éducation des abonnés potentiels depuis 2000.

La Commission est bien consciente de la nature de la base d'abonnés, de l'économie provinciale et des franchises locales. La Commission, toutefois, n'est pas convaincue que ces facteurs aient changé de façon significative depuis 2000.

### Risque concurrentiel

En ce qui concerne le risque concurrentiel, EGNB déclare que sa capacité à accroître son marché dépend largement du prix des carburants concurrentiels. La capacité d'attirer de nouveaux abonnés est – en partie – basée sur la capacité d'offrir une économie au bec du brûleur en comparaison du prix des carburants de remplacement. Ce qui est inhérent à ce modèle de fonctionnement, c'est que si le prix des divers carburants se rapproche trop, il sera plus difficile d'attirer des abonnés. La Commission a entendu un témoignage à l'effet que cette convergence du prix des carburants est effectivement survenue. Les prix du gaz naturel ont augmenté de façon significative durant les premières années de la franchise, réduisant l'avantage concurrentiel relatif par rapport à l'huile et l'électricité. En outre, les prix de l'électricité n'ont pas augmenté comme la Compagnie l'avait prévu. La combinaison de ces facteurs a amenuisé l'incitatif de se convertir au gaz naturel.

En résultat de la réduction de l'incitatif, EGNB dépend davantage des abonnés éventuels qui décideront d'installer un nouvel équipement de fournaise avant de passer au gaz naturel. La Compagnie a déclaré avoir fait des progrès en capturant grosso modo 45 % des nouvelles constructions résidentielles et 90 % de la construction commerciale dans les zones desservies par elle.

Il est important de comprendre la nature du risque pris en considération. Le modèle de fonctionnement d'EGNB dépend des prix du marché qui sont en soi volatiles ou non prévisibles. Le fait que cette imprévisibilité soit plus importante que ce qu'avait prévu EGNB est lié à une erreur de prévision plutôt qu'à une augmentation du risque.

### Risque d'approvisionnement

EGNB a témoigné à l'effet que la Compagnie a un plus grand risque lié à l'approvisionnement en gaz naturel lui-même. La Compagnie constate que la production à long terme du Sable Offshore Energy Project, la principale source d'approvisionnement de la région, demeure non prouvée. La Commission a pris connaissance que le risque n'est pas que la Compagnie ne soit pas capable d'approvisionner ses abonnés en gaz naturel, mais plutôt que le coût de l'approvisionnement en provenance de la Nouvelle-Angleterre ou de l'installation Canaport LNG à Saint John rende le chauffage au gaz naturel moins concurrentiel. Contrairement à d'autres services publics de gaz naturel, les tarifs de distribution d'EGNB intègrent le coût du gaz naturel d'une manière pouvant réduire les revenus si les prix du gaz naturel augmentent. La Commission constate qu'il y a eu des développements à la fois positifs et négatifs concernant l'approvisionnement en gaz et elle conclut que, dans la balance, ces changements n'ont pas eu d'impact sur le risque global d'EGNB.

### Risque réglementaire

EGNB a fait valoir que le risque du service public relatif à la réglementation a augmenté. La Commission a entendu un témoignage à l'effet que les récentes décisions ont augmenté l'incertitude relative à la Compagnie et, de ce fait, elles ont augmenté le risque d'exploitation. De façon spécifique, EGNB a déclaré que lorsque la Commission a déterminé que la structure financière et le rendement des capitaux propres pouvaient changer durant la période de développement, ceci a augmenté le risque de rendements plus faibles.

Malgré le fait que l'avenir de la Compagnie sera influencé par les décisions de la dernière année et des années à venir, ces décisions font partie intégrante du régime de réglementation établi au début de la franchise, et elles ne peuvent être considérées comme augmentant le risque pour une entreprise réglementée comme EGNB.

La Commission en entendu des témoignages à propos d'autres risques. L'intervenant public et d'autres ont fait remarquer que lorsque la franchise a débuté, la Compagnie n'avait pas d'abonnés, pas d'infrastructure et pas de source de revenus. Dix années plus tard, il y a plus de 10 000 abonnés qui achètent plus de 5 térajoules de gaz naturel. L'intervenant public a suggéré qu'il s'agit là d'une forte diminution du risque pour le service d'utilité publique.

Atlantic Wallboard L.P. (AWL) a également fait valoir que le risque auquel la Compagnie est confrontée a diminué. La Commission a pris connaissance qu'en 2000, la Compagnie était confrontée à une demande de franchise à Moncton de la part d'un concurrent. Selon ses propres documents, une telle franchise aurait rendu l'exploitation d'EGNB non rentable. En outre, AWL a déclaré que lorsque la franchise a été initialement accordée, EGNB ne pouvait pas commercialiser le gaz mais elle devait se fier à des tierces parties pour vendre la marchandise. Ceci laissait EGNB en partie assujettie aux efforts de commercialisation des tiers. AWL a fait valoir que ces deux risques ont disparu. La demande de franchise alternative a été refusée et, en 2003, la législation a été amendée pour autoriser EGNB à vendre du gaz directement aux abonnés.

### Risque du compte différé

Les risques discutés dans ce qui précède sont en grande partie demeurés stables ou ont diminué au cours des dix dernières années. Ce qui sépare vraiment EGNB des services d'utilité publique bien établis et ce qui fait d'EGNB un service public plus à risque qu'un service public bien établi, c'est son gros compte différé en pleine expansion.

Il avait été prédit à l'origine que le compte différé allait atteindre un sommet de 13 millions \$ et il a littéralement gonflé durant les dix dernières années. À la fin de 2009, le compte était estimé à 155 millions \$ et EGNB prévoit que ce compte atteindra un niveau maximum de 173 millions \$ en 2011. On prévoit que le compte différé réglementaire d'EGNB, lequel inclut les frais d'exploitation et d'entretien rattachés au développement du système, dépassera 276 millions \$ à ce moment-là.

La Commission trouve que le risque à l'effet que le compte différé ne soit pas entièrement récupéré est un risque réel et significatif pour les investisseurs d'EGNB. Non seulement la taille de la dette à payer est-elle considérable, mais la capacité d'EGNB à la recouvrer dépend de forces du marché en dehors du contrôle d'EGNB.

La prime de risque d'EGNB doit rapporter à l'investisseur un rendement en échange du risque par rapport à d'autres options d'investissement. Une prime trop importante, dans le cas de ce service d'utilité publique, impose des coûts abusifs aux futurs abonnés ; trop peu de risque peut priver le service public du capital nécessaire. À cet égard, le risque le plus important à envisager est le risque supplémentaire que le compte différé ne soit pas entièrement recouvert. Considérant tous

les éléments probants et les facteurs de risque, et particulièrement l'importance du compte différé, la Commission arrive à la conclusion que la prime de risque d'EGNB est 2,75 %.

### Résumé

En résultat, le rendement des capitaux propres approprié est 10,9 %. Le calcul est résumé au tableau 1.

TABLEAU 1: Calcul du rendement des capitaux propres

1	Taux sans risque		4,6
2	Prime de risque du marché		5,5
3	Coefficient bêta		0,55
4	Prime de risque du service d'utilité publique	Ligne 2 x ligne 3	3,03
5	Frais d'émission		0,5
6	Service public repère	Ligne 1+Ligne4+Ligne 5	8,13
7	Risque pour EGNB		2,75
8	RCP	Ligne 6 x ligne 7	10,9

## Structure financière

La structure financière d'une entreprise inclut à la fois la dette et les capitaux propres. Le ratio dette/capitaux propres plafonne le pourcentage des capitaux propres sur lesquels EGNB peut rapporter un RCP. Dans sa décision de juin 2000, la Commission a approuvé, pour fins de réglementation, l'utilisation d'une structure financière pour EGNB avec une composante de capitaux propres ne devant pas dépasser 50 %.

Au cours de la présente audience, EGNB a proposé que le ratio dette/capitaux propres demeure inchangé. M<sup>me</sup> McShane a témoigné à l'effet que l'action à revenu variable dans les services d'utilité publique canadiens a augmenté depuis que la franchise a été accordée. Elle a témoigné que cette tendance appuie la position d'EGNB à l'effet que la part de capitaux propres ne soit pas réduite.

Dans sa justification déposée au préalable, le D<sup>r</sup> Booth déclare à la première page :

*Je recommanderais qu'EGNB passe immédiatement au ratio capital-actions ordinaire de 40 % que la Compagnie prévoit pour 2016. Ceci est légèrement supérieur aux ratios capital-actions communs aux compagnies locales de distribution du gaz telles que sa société sœur EGDI en Ontario, mais raisonnable compte tenu de sa taille.*

Aucune partie n'a déposé de justification à propos d'un autre service d'utilité publique possédant une composante de capitaux propres aussi élevée que 50 %. Le tableau 2 de M<sup>me</sup> McShane établissait le niveau des pourcentages de capitaux propres pour les services d'utilité publique canadiens de gaz naturel. Ce niveau de capitaux propres oscillait entre 36 % et 45 % pour 2010. Les services d'utilité publique bien établis avaient tendance à s'inscrire dans la fourchette de 36 % à 40 %. Par exemple, Enbridge Gas Distribution Inc. est à 36 %. EGNB n'est pas un service d'utilité publique bien établi, mais il s'est rapproché de la maturité depuis 2000. Ce mouvement devrait être reflété dans le ratio dette/capitaux propres.

Considérant tous les facteurs et les éléments probants déposés devant elle, la Commission tranche à l'effet qu'EGNB devrait avoir une structure financière dont la portion capitaux propres ne dépasse pas 45 %.



## Conclusion

En conclusion, la Commission rend les ordonnances ci-après, lesquelles entreront en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011 :

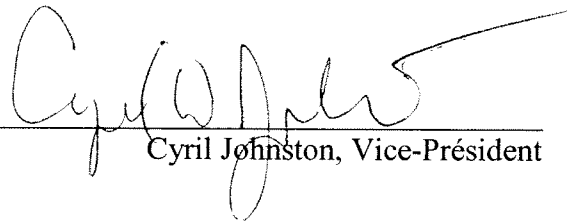
- Le taux de rendement approuvé des capitaux propres est réduit de 13 % à 10,9 %.
- Le coût de la dette réglementé d'EGNB est établi au taux d'intérêt créditeur d'Enbridge Inc. plus 100 points de base.
- La composante capitaux propres du ratio dette/capitaux propres d'EGNB est réduite d'une composante maximale de 50 % à une composante de capitaux propres maximale de 45 %.

Fait à Saint John, Nouveau-Brunswick, ce 30 e jour de novembre 2010.



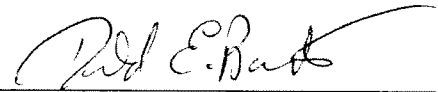
---

Raymond Gorman, c.r., Président



---

Cyril Johnston, Vice-Président



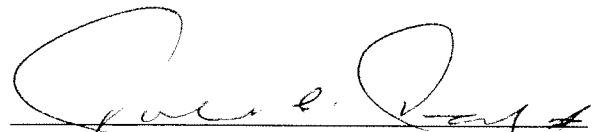
---

Don Barnett, Membre



---

Edward McLean, Membre



---

Robert Radford, c.r., Membre