

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

REQUÊTE RELATIVE À LA DÉTERMINATION
DU PRIX UNITAIRE MOYEN DU TRANSPORT
ET À LA MODIFICATION DES TARIFS
DE TRANSPORT D'ÉLECTRICITÉ

DOSSIER : R-3401-98

RÉGISSEURS : **Me MARC-ANDRÉ PATOINE, président**
 M. FRANÇOIS TANGUAY
 M. ANTHONY FRAYNE

AUDIENCE DU 25 AVRIL 2001

VOLUME 13

MICHEL DAIGNEAULT
STÉNOGRAPHE OFFICIEL

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

COMPARUTIONS

Me PIERRE R. FORTIN
procureur de la Régie;

REQUÉRANTE :

Me F. JEAN MOREL
Me JACINTE LAFONTAINE
procureurs de Hydro-Québec;

INTERVENANTS :

Me CLAUDE TARDIF
procureur de Action Réseau Consommateurs (ARC) et
Fédération des associations corporatives d'économie
familiale du Québec (FACEF) et Centre d'études
réglementaires du Québec (CERQ);

M. RICHARD DAGENAIS
M. VITAL BARBEAU
représentants l'Association coopérative d'économie
familiale de Québec (ACEF de Québec);

Me ÉRIC DUNBERRY
procureur de l'Association de l'industrie électrique du
Québec (AIEQ);

Me PIERRE HUARD
Mme ISABELLE CÔTÉ
représentants de l'Association des redistributeurs
d'électricité du Québec (AREQ);

Me GUY SARAULT
procureur de la Coalition industrielle formée de :
l'Association québécoise des consommateurs industriels
d'électricité (AQCIE),
l'Association des industries forestières du Québec
limitée (AIFQ),
l'Association québécoise de la production d'énergie
renouvelable (AQPER);

M. PHI P. DANG
représentant Gazoduc TransQuébec et Maritimes inc.;

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

Me JEAN-FRANÇOIS GAUTHIER
procureur du Groupe de recherche appliquée en
macroécologie (GRAMÉ) et Union pour le développement
durable (UDD);

Me DOMINIQUE NEUMAN
procureur de Le Groupe Stop et Stratégies énergétiques
(STOP-SÉ);

Me ANDRÉ DUROCHER
procureur de New-Brunswick Power Corporation (NB Power);

Me TINA HOBDAV
procureure de New York Power Authority (NYPA);

Me PIERRE TOURIGNY
procureur de Ontario Power Generation (OPG);

Me ÉRIC FRASER
procureur de Option consommateurs (OC);

Me MARC LAURIN
Me MÉLANIE ALLAIRE
procureurs de PG&E National Energy Group Inc. (NEG);

Me HÉLÈNE SICARD
procureur du Regroupement national des conseils régionaux
de l'environnement du Québec (RNCREQ);

Mme MARCIA GREENBLATT
représentante de Sempra Energy Trading Corporation (SET);

Me JOCELYN B. ALLARD
procureur de Société en commandite Gaz Métropolitain
(SCGM).

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

TABLE DES MATIÈRES

	<u>PAGE</u>
LISTE DES PIÈCES	5
LISTE DES ENGAGEMENTS	6
PRÉLIMINAIRES	7
MICHEL BASTIEN	
PAUL ROBILLARD	
ÉRIC MAILLÉ	
ROGER A. MORIN	
INTERROGÉS PAR Me PIERRE R. FORTIN	11
INTERROGÉS PAR M. FRANÇOIS TANGUAY	71
INTERROGÉS PAR M. ANTHONY FRAYNE	78
RÉ-INTERROGÉS PAR Me F. JEAN MOREL	83
<u>PREUVE DE LA COALITION INDUSTRIELLE - THÈME 3</u>	
LAWRENCE D. BOOTH	
ZAK EL-RAMLY	
MICHAEL K. BERKOWITZ	
LUC BOULANGER	
PIERRE VÉZINA	
SUR QUALITÉ D'EXPERT	
INTERROGÉS PAR Me GUY SARAULT	104
CONTRE-INTERROGÉS PAR Me F. JEAN MOREL	108
DÉCISION SUR LA QUALITÉ D'EXPERT	
DU Dr. EL-RAMLY	122
INTERROGÉS PAR Me GUY SARAULT	142
CONTRE-INTERROGÉS PAR Me F. JEAN MOREL	203
CONTRE-INTERROGÉS PAR Me JEAN-FRANCOIS GAUTHIER: ..	248
CONTRE-INTERROGÉS PAR M. RICHARD DAGENAIS	252
INTERROGÉS PAR Me PIERRE R. FORTIN	262
QUESTIONS BY Mr. ANTHONY FRAYNE	268

LISTE DES PIÈCES

PAGE

<u>RÉGIE-2</u> :	Extrait du profil financier 2000-2001 d'Hydro-Québec, page 33.....	41
<u>COALITION-1, doc. 3</u> :	Document de présentation intitulé * Impact transport + présenté par Luc Boulanger pour la Coalition industrielle.....	101
<u>COALITION-2, doc. 3</u> :	Document de présentation intitulé * Fair Return for TransÉnergie +, présenté pour la Coalition industrielle par les docteurs Booth et Berkowitz.....	102
<u>COALITION-4, doc. 4</u> :	Document de présentation intitulé * The Absence of Material Business Risk +, présenté pour la Coalition industrielle par le Dr Zak El-Ramly.....	102
<u>HQT-9, DOC. 2</u> :	Deux pages supplémentaires à la présentation du Dr. Roger Morin.....	136
<u>HQT-9, DOC. 2.1</u> :	Réponse à l'engagement numéro 25.....	137

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

LISTE DES ENGAGEMENTS

	<u>PAGE</u>
<u>HYDRO-QUÉBEC-26</u> :	Quantifier l'impact des revenus requis des frais de garantie représentant 0,5 % de la dette, en tenant compte de la structure de capital présumée 70/30..... 35
<u>COALITION-3</u> :	Indiquer où, dans l'évidence de Hydro-Québec, on retrouve les affirmations faites dans la présentation des Docteurs Booth et Berkowitz à la page 16, aux lignes 16-19.....206

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PRÉLIMINAIRES

(8 h 35)

L'AN DEUX MILLE UN (2001), ce vingt-cinquième (25e)
jour du mois d'avril :

PRÉLIMINAIRES

LA GREFFIÈRE :

Audience du vingt-cinq (25) avril de l'an deux mille
un (2001), dossier R-3401-98. Requête relative à la
détermination du prix unitaire moyen du transport et
à la modification des tarifs de transport
d'électricité.

Les régisseurs désignés dans ce dossier sont : maître
Marc-André Patoine, président, de même que monsieur
François Tanguay et monsieur Anthony Frayne.

Le procureur de la Régie est maître Pierre R. Fortin.

La requérante est Hydro-Québec, représentée par
maître F. Jean Morel et maître Jacinte Lafontaine.

Les intervenants sont :

Action Réseau Consommateurs, Fédération des
associations coopératives d'économie familiale, et
Centre d'études réglementaires du Québec, représentés
par maître Claude Tardif.

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PRÉLIMINAIRES

Association coopérative d'économie familiale de Québec, représentée par monsieur Richard Dagenais et monsieur Vital Barbeau.

Association de l'industrie électrique du Québec représentée par maître Éric Dunberry.

Association des redistributeurs d'électricité du Québec, représentée par maître Pierre Huard et madame Isabelle Côté.

Coalition industrielle, formée de : l'Association québécoise des consommateurs industriels d'électricité, l'Association des industries forestières du Québec limitée et de l'Association québécoise de la production d'énergie renouvelable, représentées par maître Guy Sarault.

Me GUY SARAULT :

Bonjour.

LE PRÉSIDENT :

Bonjour.

LA GREFFIÈRE :

Gazoduc TransQuébec et Maritimes inc., représentée par monsieur Phi P. Dang.

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PRÉLIMINAIRES

Groupe de recherche appliquée en macroécologie et
Union pour le développement durable, représentés par
maître Jean-François Gauthier.

Me JEAN-FRANÇOIS GAUTHIER :

Bonjour.

LE PRÉSIDENT :

Bonjour.

LA GREFFIÈRE :

Groupe STOP et Stratégies énergétiques, représentés
par maître Dominique Neuman.

LA GREFFIÈRE :

New-Brunswick Power Corporation, représentée par
maître André Durocher.

New York Power Authority, représentée par maître Tina
Hobday.

Ontario Power Generation, représentée par maître
Pierre Tourigny.

Option consommateurs, représentée par maître Éric
Fraser.

PG&E National Energy Group Inc., représentée par

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PRÉLIMINAIRES

maître Marc Laurin et maître Mélanie Allaire.

Regroupement national des conseils régionaux de
l'environnement du Québec, représenté par maître
Hélène Sicard.

Sempra Energy Trading Corporation, représentée par
madame Marcia Greenblatt.

Société en commandite Gaz Métropolitain, représentée
par maître Jocelyn B. Allard.

Me JOCELYN B. ALLARD :

Bonjour.

LE PRÉSIDENT :

Bonjour.

LA GREFFIÈRE :

Y a-t-il d'autres personnes dans la salle qui
désirent présenter une demande ou faire des
représentations au sujet de ce dossier?

Je demanderais par ailleurs aux intervenants de bien
s'identifier à chacune de leurs interventions pour
les fins de l'enregistrement. Merci.

LE PRÉSIDENT :

Alors bonjour, Messieurs. Toujours le même serment, c'est maintenant le tour de la Régie de l'énergie de poser des questions, alors Maître Fortin?

L'AN DEUX MILLE UN, le vingt-cinquième (25e) jour d'avril :

MICHEL BASTIEN,

PAUL ROBILLARD,

ÉRIC MAILLÉ

ET

ROGER A. MORIN ;

LESQUELS, sous la même affirmation solennelle, déposent et disent comme suit :

INTERROGÉS PAR Me PIERRE R. FORTIN :

Bonjour, Monsieur le Président, bonjour, Messieurs. J'aimerais d'abord vous référer à la pièce HQT-13, document 1, à la page 75, plus particulièrement à la réponse 47.1.

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Quelle page?

1 Q. Page 75, excusez. Ça va? Alors on y indique que :

La garantie du gouvernement du Québec fait en sorte d'immuniser les activités réglementées d'Hydro-Québec contre les impacts positifs ou négatifs, que pourraient avoir les activités non réglementées sur ses coûts d'emprunt.

Est-ce que l'un ou l'autre des témoins pourrait élaborer davantage sur ce que vous entendez par * immuniser + ?

M. PAUL ROBILLARD :

- R. Ce qu'on veut mentionner à cet effet-là, c'est que les avantages en termes de coûts de financement de la garantie gouvernementale font en sorte que les coûts d'emprunt d'Hydro-Québec dans son ensemble sont bien inférieurs à ce qu'ils seraient si nous n'avions pas cette garantie gouvernementale, d'une part. D'autre part, il y a également la question de la taille relative de certaines activités non réglementées, je pense entre autres à l'international où ces activités-là sont quand même de taille relativement moins importante.

Quant à moi, la présence de la garantie gouvernementale, ou la façon dont on finance l'ensemble des activités d'Hydro-Québec, puisqu'on les finance de

façon intégrée règle générale, font en sorte qu'on bénéficie de la coassurance, qu'on bénéficie que le financement est fait sur l'ensemble des, sur la base de l'ensemble des revenus de l'entreprise.

Et ça, c'est un élément qui est reconnu par les agences de crédit lorsqu'on regarde leurs analyses. Parmi la liste des éléments qui sont positifs, souvent relativement haut dans la liste, il y a la présence, il y a l'accès à de l'énergie, à la production hydroélectrique qui, elle, ne fait pas l'objet de réglementation.

Peut-être un autre point également que j'aimerais apporter, c'est le fait que dans le financement de nos activités internationales, nous finançons ces activités-là sur des bases, entre guillemets, * sans recours +, c'est-à-dire sans engagement financier de la part d'Hydro-Québec au-delà de l'équité, au-delà de l'investissement initial qui est fait. Par exemple, si on acquiert une entreprise et que cette entreprise-là emprunte, une fois le financement permanent mis en place, habituellement ce financement permanent mis en place là va être fait sur des bases sans recours à Hydro-Québec.

- 2 Q. Cependant, quand vous parlez des activités, de l'immunisation des activités réglementées par rapport aux activités non réglementées, enfin aux effets que

pourraient avoir les activités non réglementées, est-ce que, parmi les activités non réglementées, vous incluez la fonction production d'Hydro-Québec, vous venez de dire que ce n'est pas réglementé mais dans le contexte de cette réponse-là particulière, est-ce qu'on incluait, parmi les activités non réglementées dont la garantie, à propos desquels la garantie gouvernementale permettait d'immuniser les activités réglementées, est-ce que vous aviez à l'esprit également la fonction production d'Hydro-Québec?

R. Je pense que la réponse est oui à cet égard-là.

3 Q. Si c'est le cas, et vous me corrigerez si je fais erreur, mais la fonction, ou enfin les actifs de production d'Hydro-Québec représentent environ cinquante pour cent (50 %) des actifs totaux de l'entreprise intégrée, à moins que je fasse erreur?

R. C'est approximativement exact, oui.

4 Q. Dans le contexte de cette réponse-là, étant donné que, comme vous venez de le dire, que les activités non réglementées auxquelles on réfère incluraient la fonction production également, est-ce que ça veut dire que la fonction production, ou les risques associés à la fonction production n'ont pas vraiment d'effets au niveau du financement, soit positifs ou négatifs, en raison de l'immunité...

R. Quant à moi, l'effet...

5 Q. ... que procure la garantie gouvernementale?

R. Je m'excuse.

6 Q. Non, non, ça va.

R. Quant à moi, la fonction production, compte tenu de la nature de cette production-là et compte tenu du prix très concurrentiel de cette production-là, la présence des revenus de production pour supporter la dette d'Hydro-Québec, le Service de la dette d'Hydro-Québec est un élément qui favorise, quant à moi, c'est un élément qui est vu, qui devrait normalement être vu de façon favorable, et qui est vu de façon favorable également par les agences de crédit.

Par exemple, si on se réfère aux analyses des maisons DBRS et des maisons Moodys, je pense qu'au niveau des points positifs que ces deux maisons-là voient dans l'analyse de crédit d'Hydro-Québec, ce qu'on peut observer au niveau de Moodys, je pense que la présence des actifs de production et de ce type d'actifs de production, qui sont des actifs qui engendrent des coûts de production très faibles, qui vont, on est le, excusez le terme mais on est le * low-cost producer + dans la région, favorise, supporte la dette.

Dans le cas de DBRS, DBRS va plus loin que ça, DBRS, sauf erreur, en plus de mentionner le faible coût de la production, fait également état de la capacité de storage d'Hydro-Québec et par conséquent, de la capacité d'Hydro-Québec de valoriser ces actifs de

production-là. Donc à cet égard-là, je pense que ce sont des éléments qui semblent être reconnus par les agences de crédit dans le cas spécifique à Hydro-Québec.

- 7 Q. Est-ce qu'on doit conclure, finalement, de votre, de l'ensemble de vos réponses, qu'il y a, comment je dirais, une nuance à apporter à la réponse 47.1 à laquelle je vous ai référé, parce qu'en réalité, ce que vous nous dites, si je vous comprends bien, c'est qu'effectivement, la fonction production est perçue comme ayant un impact positif, en fait, dans l'évaluation de la cote d'Hydro-Québec, l'évaluation du risque, *et cetera*, donc en quoi la garantie gouvernementale vient immuniser cette activité, les activités réglementées telles que celles du transport ici contre l'impact positif que peut avoir l'aspect de la fonction production, les coûts de production très faibles, ce à quoi vous référez, de DBRS?

R. Hum-hum...

- 8 Q. C'est strictement, c'est peut-être juste une question de terminologie mais pour que le dossier soit clair là-dessus, est-ce qu'on doit apporter un bémol à la phrase telle qu'elle est là, enfin à la signification à y donner?

R. Écoutez, probablement qu'on devrait y apporter un bémol. Moi, ce que j'aimerais vous dire, c'est qu'à la lumière des analyses de crédit qui ont été publiées récemment par Moodys et DBRS, Moodys et DBRS

voient les activités de production comme étant, liste les activités de production parmi les points forts d'Hydro-Québec.

Ceci étant dit, ils listent également parmi les points forts du crédit d'Hydro-Québec la garantie gouvernementale. Donc si vous jugez que ça, ça constitue un bémol, bon, apportons ce bémol.

9 Q. Bien enfin, moi, je n'ai pas de jugement à porter, je veux simplement clarifier la signification de votre réponse 47.1 vis-à-vis des impacts positifs.

R. D'accord, très bien.

10 Q. Maintenant, j'aimerais vous référer à la pièce HQT-8, document 1, qui est le témoignage de monsieur, votre témoignage, Monsieur Robillard, avec celui de monsieur Leclair. C'est pour une question de précision principalement. Je vous réfère aux lignes 17 à 22.

R. Quelle page, s'il vous plaît?

11 Q. Je m'excuse, à la page 4. Alors en rapport avec votre proposition de structure de capital et de coût de capital, vous indiquez :

L'entreprise oeuvre dans des domaines diversifiés et est présente soit directement, soit par le biais de filiales, à la fois sur des marchés réglementés et non réglementés.

Toutefois, conformément à sa structure légale, la gestion financière d'Hydro-Québec demeure pleinement intégrée. Cette intégration procure plusieurs avantages pour les clients des activités réglementées.

J'aimerais simplement que vous confirmiez ou que vous apportiez une précision, est-ce qu'il y a aussi des inconvénients au fait qu'il y ait cette intégration-là, pour les clients des activités réglementées évidemment?

- R. Moi, je ne vois pas d'inconvénients. En fait, les avantages de la gestion intégrée sont multiples. Et en toute honnêteté, je ne vois pas d'inconvénients à cette gestion intégrée-là. Si je regarde au niveau des avantages, bon, j'ai parlé tout à l'heure, puis je n'ai pas l'intention de revenir, par respect pour le temps, mais j'ai parlé des avantages de la coassurance. Il y a également les avantages reliés à la taille, à la taille des émissions qu'on fait dans le marché.

Comme vous le savez, les investisseurs valorisent, de façon relativement importante, la liquidité des émissions et la liquidité d'une émission obligataire vient bien souvent, en fait presque exclusivement avec la taille des émissions. Si on avait de petites

émissions, qui ne bénéficieraient pas de cet effet de taille-là, on pense que le coût de financement serait plus important pour Hydro-Québec.

Et là-dessus, je me base, on a un exemple au Canada de cet élément-là, c'est les émissions qui sont faites par la Société d'expansion des exportations et également par la Société centrale d'hypothèques et de logement. Ces deux sociétés-là, leurs dettes sont garanties par, non pas garanties, c'est encore plus fort que ça, je pense que c'est, ils sont payables à même le fonds consolidé du gouvernement du Canada, et donc ça partage en tous points le crédit du gouvernement canadien.

C'est la, en termes de risques de crédit, c'est la même chose et pourtant, lorsque ces titres-là sont offerts aux investisseurs, parce que la taille de ces émissions-là est inférieure à celles du gouvernement canadien, on va souvent offrir ces émissions-là en moyenne entre dix et dix-sept points de base de plus que des titres équivalents de même échéance, de même terme, de mêmes coupons que les titres du gouvernement canadien. Donc je pense qu'il y a des, je ne vois que des avantages pour l'instant.

- 12 Q. Parfait. Merci. Je vous réfère maintenant à la pièce HQT-13, document 1, aux pages 72 et 73, plus particulièrement à la question 46.3 et à la réponse

fort élaborée qui suivait. Alors vous avez procédé à certains commentaires relativement à la demande de la Régie d'évaluer l'impact sur le revenu requis et sur les tarifs de l'utilisation d'une structure de capital présumée où on, qui comporterait trente pour cent (30 %) de capitaux propres par rapport à l'utilisation de la structure de capital réel qui comporte vingt-six virgule sept pour cent (26,7 %) de capitaux propres.

Ce qui m'intéresse plus particulièrement au niveau de la réponse, c'est à la page 73, aux deux derniers paragraphes, relativement à l'évaluation de l'impact d'une telle décision sur le coût de la dette. Et vous citez, je vais vous citer, vous indiquez :

*Notre expert, le Dr. Roger Morin,
recommande un ajustement de 10 points
de base pour une variation 1 % du taux
de capitalisation.*

J'aimerais demander à monsieur Morin, je présume que vous avez participé à cette réponse, à la rédaction de cette réponse?

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Oui, très activement, oui.

13 Q. Est-ce que vous pouvez indiquer à la Régie si cet

ajustement de dix points de base est valable peu importe le pourcentage d'avoir-propre dans la structure de capital, en d'autres termes, si c'était vingt pour cent (20 %), vingt-cinq pour cent (25 %), quarante pour cent (40 %), soixante pour cent (60 %), est-ce que ça serait quand même dix points de base, à votre avis?

- R. L'ajustement de dix points de base est basé sur des études empiriques. Il existe une littérature scientifique en finance qui a tenté de quantifier l'impact du risque financier sur le rendement exigé par l'actionnaire, et aussi sur des modèles tels le MEAF dont il a été question hier, l'impact sur le bêta, enfin *et cetera*.

Puis les résultats de ces études-là démontrent que dix points, c'est à peu près la moyenne et que ça s'applique à une fourchette qui varie, * roughly, approximately +, entre vingt pour cent (20 %) et cinquante pour cent (50 %). Quand on est en dehors de cette zone-là, on n'a pas d'étude parce qu'il n'y a pas d'observations, il y a très peu d'entreprises qui sont dans des zones extrêmes d'endettement ou d'équité.

14 Q. Donc...

- R. Alors la réponse, c'est entre, * roughly +, entre vingt et cinquante (20 % - 50 %).

15 Q. C'est toujours dix points de base qui est reconnu

comme...

- R. Puis en dehors de cette zone-là, on ne le sait pas.
- 16 Q. Et vous avez parlé d'une moyenne, est-ce que je vous ai bien compris?
- R. Ça, c'est une moyenne des études empiriques, je me suis basé sur tous les ouvrages qui sont cités dans le chapitre 19 de mon livre Regulatory Finance, où on fait un sommaire et une récapitulation de toutes les études scientifiques à ce sujet-là.
- 17 Q. Chapitre 17 ou 19?
- R. 19.
- 18 Q. 19. Je vous demandais ça parce qu'on réfère au chapitre 17 ici dans la réponse.
- R. Excusez-moi, c'est 17, vous avez raison, 19, c'est l'incitatif. C'est ça, c'est 17.
- 19 Q. O.K. Maintenant, Docteur Morin, si j'ai bien compris de votre témoignage, vous recommandez une structure de capital au sein de laquelle l'avoir-propre, le taux de capitalisation serait de trente-deux virgule cinq pour cent (32,5 %), qui était la médiane de la fourchette de trente, trente-cinq pour cent (30 % - 35 %) dont vous avez fait état, exact?
- R. C'est exact.
- 20 Q. Et vous recommandez que le taux de rendement sur l'avoir des actionnaires, de l'actionnaire, soit de dix virgule six pour cent (10,6 %)?
- R. C'est exact.
- 21 Q. Très bien.

(8 h 55)

- 22 Q. Maintenant, Monsieur Robillard, toujours à la même page, en réponse à la question, à la page 72, en réponse à la question 46.2, vous faites référence à cette recommandation du docteur Morin et vous indiquez que Hydro-Québec, et là, je cite :

Afin de diminuer les impacts tarifaires découlant de cette recommandation, Hydro-Québec préfère retenir la borne inférieure de sa recommandation pour les fins du présent dossier.

Donc, on doit conclure que c'est trente pour cent (30 %) que TransÉnergie recommande?

R. C'est exact.

- 23 Q. Demande à la Régie d'approuver. Est-ce que vous pouvez nous indiquer la raison pour laquelle cependant, il n'y a pas d'ajustement au niveau du taux de rendement de dix virgule six pour cent (10,6 %) sur l'avoir propre qui refléterait le différentiel entre le trente-deux virgule cinq pour cent (32,5 %) recommandé par le docteur Morin et le trente pour cent (30 %) retenu par Hydro-Québec. En d'autres termes, est-ce qu'on ne devrait pas s'attendre à ce que, par exemple, le taux d'intérêt, le taux de rendement sur l'avoir propre soit de dix point quatre-vingt-cinq (10,85), si mon calcul est

bon? Je ne dis pas que je recommande que vous demandiez ça, mais je veux connaître la rationalité, là, du raisonnement?

R. Écoutez, je pense que ça a été fait dans la même logique. Je pense que ça a été fait dans la même logique que pour laquelle on a recommandé trente pour cent (30 %), c'est-à-dire de diminuer l'impact, d'atténuer l'impact sur les tarifs. Le docteur Morin dans sa preuve ou dans son exposé recommandait, sauf erreur, une fourchette de trente (30) à trente-cinq pour cent (35 %). Et c'est en faisant... il nous recommandait par conséquent le point milieu de cette fourchette-là. On a décidé de prendre la borne inférieure de la fourchette sans modifier le taux de rendement demandé justement pour des questions de minimiser l'impact tarifaire.

24 Q. Donc, est-ce que je dois comprendre que vous avez choisi, par jugement de valeur relativement à l'impact tarifaire - comment je dirais - de ne pas retenir ce que je pourrais appeler la théorie financière là-dessus relativement aux points de base pour d'autres motifs?

R. Jugement de valeur ou jugement d'affaires.

25 Q. Jugement d'affaires, O.K. Maintenant, pour quelles raisons cependant est-ce que le raisonnement... ou est-ce que votre raisonnement serait le même si la structure de capital qui était retenue par la Régie était inférieure, comportait un taux de

capitalisation inférieur à trente pour cent (30 %), par exemple si le taux de capitalisation était par hypothèse de vingt-sept (27) ou vingt-huit pour cent (28 %), est-ce que la position de Hydro-Québec est au même effet? Pour des raisons de diminuer les impacts tarifaires, est-ce que vous maintiendriez quand même le dix virgule six pour cent (10,6 %) ou si, à ce moment-là, la Régie devrait considérer un taux de rendement supérieur?

R. Je pense que, à ce moment-là, la Régie devrait considérer un taux de rendement supérieur. Comment dirais-je, il y a... la logique dans laquelle nous avons déposé notre preuve fait en sorte qu'on demande ce qu'on juge être un rendement juste et raisonnable. En s'éloignant de la fourchette recommandée par le docteur Morin, je pense qu'on commence... on s'éloignerait dans notre logique du rendement qu'on juge juste et raisonnable.

26 Q. Maintenant, Monsieur Morin, je viens juste d'avoir la référence à la transcription des témoignages d'hier parce qu'on l'a tous reçu évidemment quelques minutes avant l'audience. Alors, je vais simplement vous référer, là, à la page... pour les fins du dossier, c'est aux pages 260 et suivantes de la transcription des témoignages rendus le vingt-quatre (24) avril deux mille un (2001). Vous avez abordé avec monsieur Dagenais, hier, qui vous contre-interrogeait au nom de l'ACEF de Québec, la question des méthodes pour

estimer le coût des capitaux propres. Et il vous a invité à commenter ou, enfin, vous avez abordé brièvement la méthode axée sur la couverture des intérêts.

Est-ce que vous pourriez fournir une opinion un peu plus élaborée à la Régie quant à votre position sur cet élément de référence ou cette méthode. Est-ce que c'est une méthode qui est valable? Je me souviens que vous avez mentionné, je crois, que c'était devenu rare. Je pense que c'est en Alaska, peut-être Terre-Neuve, je ne me souviens pas, vous avez nommé deux ou trois endroits...

R. Les deux extrêmes.

27 Q. C'est ça. Puis depuis dix (10) ans, je pense, depuis une dizaine d'années, c'est presque éliminé comme méthode de référence, mais est-ce que vous pourriez élaborer davantage sur les motifs? Est-ce que c'est quand même une méthode valable?

R. Alors, l'idée, là, Monsieur le président, on commence avec un objectif de couverture des intérêts. Alors, disons, par exemple, qu'une entreprise devrait être cotée simple A et les exigences des marchés obligataires, c'est une couverture de, disons, pour prendre un chiffre rond, là, quatre fois les intérêts. Et là, on se pose la question quel taux de rendement ça prend pour produire une couverture de quatre fois les intérêts. C'est ça qu'est l'idée de

la méthode.

Le problème, c'est que c'est un problème de variabilité. Ça prend très, très peu de changement du taux de rendement pour produire une couverture donnée. Alors, on pourrait avoir un taux de rendement entre six pour cent (6 %) et dix-huit pour cent (18 %), puis ça n'a pas tellement d'impact sur la couverture. Alors, il y a un manque de calibration, si vous voulez, ou de sensibilité dans la méthode. C'est pour ça qu'elle a été rejetée.

28 Q. Est-ce qu'elle ne doit pas être utilisée maintenant en toutes circonstances? La théorie financière aujourd'hui est à l'effet qu'elle doit être mise de côté totalement, qu'elle n'a pas de, excusez l'expression, d'input si je puis dire positif de quelque façon que ce soit?

R. La raison pour laquelle la méthode est très rare, c'est qu'on travaille à l'intérieur de * rate of return base regulation +. Alors, c'est bien précisé que c'est * rate of return +, le taux de rendement, qui est le point de mire de la réglementation. Et ce n'est pas * interest coverage regulation +, c'est * taux de rendement regulation +.

Mais par contre, dans la Loi de la Régie, c'est dit qu'il faut respecter les ratios financiers, alors, tout ça se tient assez bien ensemble.

- 29 Q. C'est un sujet que je veux aborder justement un petit peu plus loin. Peut-être qu'on pourrait l'aborder tout de suite.

M. ÉRIC MAILLÉ :

Maître Fortin, est-ce que je peux me permettre de faire un...

Me PIERRE R. FORTIN:

- 30 Q. Allez-y, Monsieur Maillé.
- R. ... commentaire sur votre question précédente à celle-ci sur l'ajustement à apporter sur le taux de rendement sur l'avoir propre dans le cas où la Régie n'accorderait pas le trente pour cent (30 %) de structure de capitalisation?
- 31 Q. Oui, certainement, allez-y.
- R. Disons qu'un taux de rendement, par exemple, de vingt-huit (28) ou enfin inférieur à trente (30), là, sort nettement de la marge qui a été recommandée par notre expert. D'ailleurs, ça sort également nettement de tout ce qui est, disons, point de comparaison avec des entreprises comparables, TransCanada ou Hydro One. Je pense que ça enverrait un signal très clair en tout cas aux marchés financiers que la Régie donc sort de ce qui peut être considéré comme étant des comparables.

Ceci, combiné au fait qu'il n'y aurait pas d'ajuste-

ment sur l'avoir propre, renforcerait, je pense, encore le message qu'on se situe nettement en dehors de tout ce qui est comparable. Donc, je pense que ça ne serait pas la même chose que la décision qui a été faite par Hydro-Québec de se situer sur la marge inférieure de la recommandation de notre expert. On sortirait vraiment de tout ce qui est comparable.

- 32 Q. Merci. Alors, quant à la question que je pensais poser sur les ratios financiers, après vérification, on avait trouvé les réponses qu'on recherchait ailleurs. Alors, on a éliminé la question hier soir.

Alors, maintenant, j'aimerais vous référer à la pièce HQT-8, document 1, page 17. D'abord, aux lignes 13 à 17, Hydro-Québec indique que relativement à Duff & Phelps Credit Rating Co., DCR, que :

Elle est réputée pour la qualité de sa couverture des compagnies dites de services publics dans les domaines de l'électricité et du gaz naturel et de la téléphonie.

Par ailleurs, à une demande de renseignements de la Régie, et je vous réfère à HQT-13, document 1, page 78 - ça va - la Régie vous demandait de commenter en fait l'évaluation faite par l'agence DCR relativement à l'importance ou non de la garantie gouvernementale. Et DCR disait, indiquait et je cite :

*DCR attaches little reliance to the
provincial guarantee.*

Et là, ils donnent un ensemble de facteurs explicatifs. La réponse de Hydro-Québec réfère au rapport de Merrill Lynch. Maintenant, est-ce que vous pourriez élaborer davantage sur la position de Hydro-Québec elle-même par rapport aux commentaires de DCR. Est-ce que vous vous en remettez strictement à ce que Merrill Lynch établit, compte tenu de ce que vous semblez considérer comme étant une excellente maison d'évaluation, telle qu'établie à la référence à votre témoignage antérieur, HQT-8?

M. PAUL ROBILLARD :

- R. D'accord. Bon, première des choses, un point d'information, DCR depuis a été acquise par la maison Fitch. Donc, Duff & Phelps comme telle, la signature Duff & Phelps n'existe plus. C'est maintenant la signature Fitch qui existe. À la lecture de l'analyse de Fitch, de DCR, je m'excuse, ce qu'on peut observer, c'est que DCR prend un confort dans le fait que Hydro-Québec est une entreprise qui fait des profits et qui, par conséquent, peut supporter elle-même la dette qui est encourue par Hydro-Québec dans le financement de ses opérations.

Toutefois, lorsqu'on regarde le comportement de

l'ensemble des marchés, lorsque les portefeuillistes regardent les diverses analyses de crédit, ce qu'on observe, c'est un éventail d'analyses. Hydro-Québec est cotée par quatre agences différentes, une canadienne, une américaine qui est Moody's, Fitch évidemment ou DCR dans ce cas-ci, et S & P qui vient d'acquérir CBRS, donc, on ne sait plus exactement quelle est la nationalité exacte de S & P.

Probablement, on va assumer que S & P est binationale pour les fins de nos cotes de crédit.

Ce que les investisseurs regardent, c'est évidemment les analyses des maisons individuelles, mais également les analyses... regardent le consensus qui essaie de se développer au niveau de ces analyses de crédit. Comme vous le savez dans les marchés financiers, lorsqu'on a défini le consensus, ça ne veut pas dire que les opinions sont étroitement regroupées autour de ce consensus-là.

Si les opinions étaient toujours étroitement regroupées autour des consensus qui sont développés, il y aurait très peu d'activités, très peu de transactions dans les marchés financiers. Donc, il y a des opinions divergentes, il y a des opinions qui peuvent être différentes d'une maison à l'autre. Et lorsqu'on observe le comportement des investisseurs et la façon dont des titres obligataires de Hydro

Québec se transigent, ce qu'on observe, c'est que ces titres-là se transigent comme des titres simple A et non pas comme des titres double A.

Si ces titres se transigeaient sur des bases double A, évidemment, le coût de financement de Hydro-Québec serait inférieur, mais force est d'admettre que, sur les diverses places financières sur lesquelles nous opérons, les investisseurs, les courtiers et les banques, lorsqu'on négocie avec les banques pour certaines... dans le cadre de certaines transactions, les banques, les investisseurs font référence à Hydro-Québec comme étant un crédit simple A, évidemment qui peut être placé même à l'intérieur de ce spectre-là, même à l'intérieur de cette catégorie-là de crédit, les opinions peuvent diverger.

DBRS nous classe au milieu de la classe simple A. Moody's nous classe également au milieu de la classe simple A, mais affirme que notre perspective est en amélioration. Et S & P nous classe au haut de la catégorie simple A. Donc, ce qu'on voit, et évidemment l'ancien Duff & Phelps nous classe dans la catégorie AA-.

Donc, ce qu'on peut voir, il y a toujours un spectre d'opinions de crédit. Mais les investisseurs, là où le consensus du marché semble avoir accroché son

chapeau, le clou sur lequel le marché semble avoir accroché son chapeau, c'est sur une catégorie simple A. Les investisseurs ne considèrent pas Hydro-Québec comme étant, malheureusement comme étant un crédit double A.

33 Q. Parfait. Maintenant, dans votre témoignage, HQT-8, document 1, je ne crois pas que ce soit nécessaire d'y référer, de mémoire, vous indiquez évidemment que les frais de garantie représentent environ zéro virgule cinq pour cent (0,5 %) de la dette. C'est simplement une question pour les fins du dossier. Est-ce que vous avez évalué l'impact ou quantifié l'impact en termes de revenus requis dans la présente cause, en tenant pour acquis pour fins de discussion la structure de capital présumée dont vous demandez l'approbation, ça se traduit en chiffres, à quel montant? Peut-être que vous voudrez le vérifier. Moi, je vous suggère, on est arrivé à un chiffre de cinquante et un millions de dollars (51 000 000 \$). Alors, sujet à vérification, est-ce que vous pouvez confirmer si notre calcul de l'implication en termes de revenus requis est correct ou pas?

R. Nous allons faire les vérifications et on va tenter, je ne sais pas si ça va être possible de vous revenir aujourd'hui, mais nous allons tenter de vous revenir aujourd'hui avec confirmation ou infirmation de ce montant-là. Donc, la valeur à laquelle vous arrivez, c'est cinquante et un millions (51 000 000)?

34 Q. Oui, c'est le chiffre, là, auquel on arrive en appliquant la structure de capital présumée, dont soixante-dix pour cent (70 %) du coût de la dette. C'est ça, soixante-dix pour cent (70 %) au niveau du coût de la dette et le zéro virgule cinq pour cent (0,5 %); alors, l'intégration de ces facteurs-là par rapport à la base tarifaire?

R. Très bien. Nous allons tenter de vérifier ce chiffre-là et vous revenir dans les meilleurs délais.

LE PRÉSIDENT :

Ce sera l'engagement numéro 25.

Me F. JEAN MOREL :

C'est bien ça, Madame la greffière, numéro 26...

LE PRÉSIDENT :

Ah! oui, 26.

LA GREFFIÈRE :

Qui est?

Me PIERRE R. FORTIN:

Vérifier, quantifier en fait, quantifier l'impact sur les revenus requis des frais de garantie représentant zéro cinq pour cent (0,5 %) de la dette, en tenant compte de la structure de capital présumée, soixante-dix / trente (70 / 30).

ENGAGEMENT 26 : Quantifier l'impact des revenus requis des frais de garantie représentant 0,5 % de la dette, en tenant compte de la structure de capital présumée 70/30.

(9 h 15)

- 35 Q. Je vous réfère maintenant toujours à la même pièce, HQT-8, document 1, à la page 38 et plus particulièrement là au tableau numéro 3 relativement à l'évaluation du taux de la dette, du taux moyen de la dette pour les années mil neuf cent quatre-vingt-dix-neuf (1999) à deux mille un (2001). Dans un premier temps, j'aimerais savoir si vous pourriez nous préciser quel est le coût de la dette des entreprises canadiennes qui peuvent être comparées à TransÉnergie et qui ont... et dont le coût a été approuvé pour fins réglementaires, par exemple pour certaines compagnies comme TransCanada Pipelines, auquel on fait un rapprochement assez important dans vos témoignages, West Coast Transmission, TransAlta et peut-être aussi certaines des compagnies qui sont citées par le docteur Morin dans son témoignage écrit là, je réfère à sa version anglaise, HQT-9, document 1, à la page 16, lorsqu'il référerait, en marge du facteur bêta là, à un certain échantillonnage de compagnies. Est-ce que vous avez cette information-là disponible ou si vous devrez faire les vérifications nécessaires?

M. PAUL ROBILLARD :

- R. Est-ce que vous vous référez au coût de dette à un moment donné ou au coût de dette cumulé de ces entreprises-là?
- 36 Q. Pour mil neuf cent quatre-vingt-dix-neuf (1999) disons, pour fins de comparaison avec le taux moyen de la dette que vous avez de neuf quatre-vingt-quatre (984) ici pour mil neuf cent quatre-vingt-dix-neuf (1999), HQT-8, document 1.
- R. Bon, ça, je m'excuse, ce à quoi vous référez est par conséquent le coût de dette cumulé, je pense que ça serait... non, nous n'avons pas cette information-là d'une part; d'autre part, je pense que ça serait extrêmement difficile de faire une comparaison et le motif étant que ça dépend des décisions qui ont été prises dans le temps en matière de... en matière de choix d'échéance mais surtout ça dépend également de la chronologie des investissements qui ont pu être faits dans le temps.

Par exemple, si une entreprise, pour satisfaire la demande à laquelle elle fait face a dû investir pendant une période où les taux d'intérêts étaient très élevés, il a fort à parier que son coût de dette va être supérieur à une entreprise qui a dû investir pour rencontrer sa demande alors que la structure de taux d'intérêt était plus faible. Donc, ça dépend de... le résultat dépend de plusieurs... de plusieurs

facteurs et je pense que ça serait très difficile d'établir une comparaison.

37 Q. En d'autres termes, il y aurait, si je comprends bien de votre témoignage, une interprétation à faire de chacun des taux moyens de la dette pour les compagnies de comparaison en raison de facteurs particuliers, par exemple en quatre-vingt-dix-neuf (99), pour les fins de la discussion, et on ne peut pas faire une comparaison strictement au niveau du montant lui-même pour voir s'il se situe dans la moyenne de ces entreprises-là.

R. Le coût, si vous permettez, le coût de la dette de quatre-vingt-dix-huit (98) ou le coût de la dette de quatre-vingt-dix-neuf (99), ou le coût de la dette qu'on observe.

38 Q. Um, hum.

R. Le coût de la dette cumulatif qu'on observe à un moment donné est fonction des décisions passées et est fonction également des circonstances dans lesquelles les décisions ont été faites. Par exemple, on peut se retrouver dans des situations où à un moment donné une entreprise a dû faire des investissements relativement importants alors que, de deux choses l'une, les marchés, les taux d'intérêt étaient particulièrement élevés ou encore, pour une raison ou pour une autre, les marchés... le marché domestique était plus ou moins réceptif pour ce type de financement.

Donc, il faudrait faire une analyse par entreprise et par opération de financement pour réussir à établir une comparaison et à extraire de ces... extraire des différences les éléments... des différences de coût les éléments qui étaient sous le contrôle de la compagnie des éléments qui n'étaient pas sous le contrôle de la compagnies. Par exemple, une entreprise qui aurait dû investir de façon importante au début des années quatre-vingt (80) et qui a... qui avait des investissements à long terme à faire, qui les a financés avec des titres à long terme, va être désavantagée par rapport à une entreprise qui aurait dû faire des investissements aussi importants mais, par exemple, dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix (90) alors que la structure de taux d'intérêt était probablement cinquante (50)... cinq à sept pour cent (5-7 %) plus bas que ce qu'on avait au début des années quatre-vingt (80).

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. Monsieur Fortin, est-ce que votre question portait sur le coût historique, le *imbeded cost of debt* ou simplement sur les rendements des obligations à un moment donné?
- 39 Q. C'était effectivement sur le *imbeded cost of debt*.
- R. Ah! c'est *imbeded*. Alors, ça c'est assez compliqué à obtenir à cause de l'échéancier des différentes compagnies là lors de l'acquisition des actifs. Mais

ce qui est très facile à produire c'est les taux de rendement disons en quatre-vingt-dix-neuf (99), *spot* là, de marché, ce n'est pas ça.

40 Q. Non. Merci.

R. J'ai confirmé aussi votre cinquante millions (50 M \$) là, si on prend la base tarifaire de TranÉnergie qui est de quatorze milliards et demi (14,5 G \$) et soixante et dix pour cent (70 %) c'est de la dette et on multiplie par cinquante (50) *basis point*, on arrive exactement à cinquante millions (50 M \$).

Me PIERRE R. FORTIN :

Donc, l'engagement numéro 26 est déjà rencontré, ça va améliorer de beaucoup l'indice de performance de mon confrère.

Me F. JEAN MOREL :

Merci beaucoup, docteur Morin.

Me PIERRE R. FORTIN :

C'est parce qu'il y a un petit historique, Monsieur Morin.

Dr. ROGER A. MORIN :

Ah! bon.

Me PIERRE R. FORTIN :

Qui date de quelques jours.

Dr. ROGER A. MORIN :

Je suis toujours soucieux de diminuer le *regulatory lag*, alors...

Me PIERRE R. FORTIN :

Mais là c'est parce que vous venez de rendre service à votre procureur.

41 Q. Maintenant, une question de précision, Monsieur Robillard, Hydro-Québec a produit récemment un profil financier pour l'année deux mille-deux mille un (2000-2001), est-ce que vous avez ce document-là avec vous?

R. Oui.

42 Q. Il n'a pas été produit dans ce dossier-ci là, je n'en étais pas certain mais c'est quand même un document public.

M. MICHEL BASTIEN :

De toute façon, nous en avons une copie, il n'y a pas de problème.

Me PIERRE R. FORTIN :

Très bien.

43 Q. Je pense que pour faciliter la compréhension pour tout le monde, j'ai ici une photocopie de la page à laquelle je vais vous référer, qui est la page 33, relativement à la comparaison du coût moyen de la dette mil neuf cent quatre-vingt-seize (1996), mil

neuf cent quatre-vingt-dix-neuf (1999). Alors, je vais déposer le document sous la cote...

LE PRÉSIDENT :

Je pense que c'est Régie-2.

Me PIERRE R. FORTIN :

Je pense qu'on avait Régie-1 déjà, alors Régie-2. Alors, ça serait * Extrait du profil financier 2000-2001 d'Hydro-Québec +, soit la page 33.

PIECE RÉGIE-2: Extrait du profil financier 2000-
2001 d'Hydro-Québec, page 33.

- 44 Q. D'abord, au niveau des difficultés de comparaison auxquelles vous avez référées là, il y a quelques instants là, lorsque je vous demandais si vous aviez effectivement les coûts, les taux moyens de dette pour des entreprises de comparaison. Alors, est-ce que ces difficultés-là... bien, est-ce qu'on peut conclure qu'on rencontre le même genre de difficultés aux fins de la comparaison que vous avez ici sur ce tableau-là? Par exemple, vous avez des taux pour les quatre années là, mil neuf cent quatre-vingt-seize (1996), mil neuf cent quatre-vingt-dix-sept (1997), quatre-vingt-dix-huit (98), quatre-vingt-dix-neuf (99) et vous comparez effectivement Manitoba Hydro, BC Hydro puis la moyenne des entreprises publiques

canadiennes d'électricité. Est-ce qu'il y a des distinctions à faire entre votre commentaire antérieur en réponse à ma question et effectivement la comparaison qui est faite ici?

M. PAUL ROBILLARD :

R. Absolument pas, il y a aucune distinction à apporter, ce qu'on donne c'est l'évolution, les investisseurs aiment voir évidemment l'évolution du coût cumulé de notre dette et également nous demande de faire des... de leur présenter l'évolution du coût cumulé de la dette d'entreprises comparables. Il est extrêmement difficile, comme je le mentionnais, de faire des analyses, d'en dégager des conclusions. Les comportements d'un coût de dette par rapport à l'autre peut difficilement être expliqué. Par exemple, le cas spécifique de... si on tentait de faire une comparaison entre le coût de la dette d'Hydro-Québec et de BC Hydro, il y a des années où Hydro-Québec avait un coût de dette qui était inférieur, d'autres années où Hydro-Québec avait un coût de dette qui était supérieur. Et, en toute honnêteté, il me serait extrêmement difficile de vous expliquer pourquoi.

Il faudrait probablement faire une analyse détaillée de la structure de dette des deux entreprises et également de faire une analyse détaillée des

décisions de financement qui ont été prises au moment où elles ont été prises pour les deux entreprises.

45 Q. Alors, il n'y a pas de conclusion particulière à tirer de cette comparaison-là, à la pièce que je viens de déposer, autre qu'aux fins illustratives, si je peux employer ce terme-là, là, c'est peut-être pas le bon terme mais...

R. Extrêmement difficile de tirer des conclusions. D'ailleurs, je pense qu'on ne tente pas de... on n'a pas tenté sur ce tableau-là de tirer de conclusion définitive sur ce qui serait une tentative de comparaison.

46 Q. D'accord. Deux autres questions de précision. Lorsque vous référez, au bas de cette page, à la moyenne des entreprises publiques canadiennes d'électricité, à quelles entreprises réfère-t-on ici là, est-ce qu'on parle d'entreprises peu importe là, en autant qu'elles soient impliquées dans le domaine d'électricité, transport, distribution, production, pouvez-vous être un peu plus précis sur...

M. ÉRIC MAILLÉ:

R. C'est les principales compagnies d'électricité au Canada, donc la plupart sont intégrées là, c'est les Manitoba Hydro, les BC Hydro de ce monde là.

47 Q. Alors, est-ce qu'on parle d'une dizaine de compagnies là ou?

R. Oui, à peu près là.

48 Q. A peu près.

R. J'aimerais aussi apporter comme élément additionnel à ce que disait Paul sur les comparaisons. Disons que le coût moyen de la dette va refléter bien sûr les décisions qui ont été prises par ceux qui étaient en charge du financement mais ce que vous allez voir surtout aussi en regardant le coût moyen de la dette, c'est un peu le programme d'équipement historique de ces compagnies, c'est-à-dire dépendamment de quand ils ont dû, disons, construire leurs équipements, quand ils ont dû aller dans les marchés pour se financer. Le coût moyen de la dette est un peu là une photo de... le patron ou le profil du programme d'équipement des quinze / vingt (15 / 20) dernières années de ces compagnies.

Et bien entendu, bien, on n'a pas tous les mêmes profils, les moments où on doit mettre en service, surtout c'est des compagnies qui, pour la plupart, ont des ressources hydro-électriques comme les nôtres là, ce sont des compagnies qui doivent faire des investissements majeurs à certains moments bien précis là dans leur histoire. Donc, ça complique la comparaison et un autre élément qui complique la comparaison c'est que, comme vous le savez, la définition du coût de la dette pour les fins réglementaires n'est pas strictement le même là que pour celui qui est la définition utilisée pour le

rapport annuel d'Hydro-Québec, pour des raisons techniques dans lesquelles on n'ira pas.

Mais la définition qui est utilisée dans le profil que vous citez n'est pas la définition réglementaire. Donc, nous n'avons pas disons l'information, enfin, nous n'avons pas à ce moment-là l'information pour représenter le rendement des différentes compagnies sur la base qui est utilisée dans cette cause. Donc, pour toutes ces raisons-là, il est difficile d'utiliser cette information pour répondre à votre question.

49 Q. Vous avez, par votre réponse, Monsieur Maillé, anticipé quelque peu justement la deuxième question de précision. J'allais demander effectivement...

R. Je ne voulais pas vous enlever du travail là.

50 Q. Non, non, vous m'avez mis en appétit sur le sujet. Justement, j'allais vous demander de façon très sommaire de nous indiquer quelles sont les différences majeures là entre le coût moyen de la dette qui est indiqué dans le profil financier là, enfin les intrants de cela par comparaison au taux moyen de la dette pour fins tarifaires. Et peut-être que vous pourriez, pour faciliter les choses là, vous référer aux pages 34 et 35 de HQT-8, document 1 où on indique quelles sont les composantes à cet effet-là et nous dire quelles sont les différences majeures entre les deux.

R. Bon, d'accord. Donc, effectivement, la référence c'est la page 34 de HQT-8, document 1. Bien entendu, le coût de la dette est fait d'un numérateur et d'un dénominateur. Disons qu'au départ, sans rentrer dans des trop grandes complications...

51 Q. Um, hum.

R. ... le concept fondamental là qui nous a guidé dans l'établissement de la définition est le suivant. Disons que le coût de la dette qui devrait être appliqué sur la base tarifaire d'Hydro-Québec devrait refléter qu'est-ce qu'il en coûte effectivement en service de la dette, on va voir qu'est-ce que constitue le service de la dette mais c'est essentiellement les intérêts et des pertes associées ou des gains associés aux variations de change.

Donc, c'est qu'est-ce qu'il en coûte, en terme de service de la dette, par dollar que vous avez effectivement obtenu lors du financement, donc de l'ordre de l'émission à l'origine de la dette. C'est le concept, donc, pur, de qu'est-ce qu'il en coûte par dollar emprunté. Et, présumément, les dollars qui ont été empruntés à l'époque, lorsqu'on a fait l'émission de la dette, se sont traduits dans des actifs qui composent justement notre base tarifaire. Donc, c'est le principe de base.

Maintenant, il y a certains complications comptables

qui font que ce qu'on rapporte comme coût de la dette dans notre rapport annuel ne correspond pas à ce concept. Bon, premièrement, si on regarde dans le numérateur au niveau des intérêts, un ajustement qui a été fait c'est le seul ajustement d'ailleurs, c'est d'enlever tout ce qui est dépenses d'intérêt associées à ce qu'on appelle la dette de court terme, c'est-à-dire des éléments de financement qui sont essentiellement associés au fonds de roulement, ce qu'on appelle les billets, les emprunts ou placements à court terme.

Je pense que la raison pour laquelle on a enlevé ces éléments c'est que les... la proposition qu'on a faite au niveau de la base tarifaire comporte un fonds de roulement réglementaire et donc tous les éléments de financement, tous les coûts de financement associés sont inclus dans le fonds de roulement complémentaire. Donc, on ne rajoute pas, on élimine là, donc, du coût de la dette, tous ces éléments-là.

Cela fait en sorte aussi qu'on isole le revenu requis de toute décision qui pourrait être prise par la gestion quant à son véritable niveau de fonds de roulement. Alors, donc, ça c'est le premier... c'est l'élément fondamental d'ajustement dans le numérateur.

Les éléments les plus importants sont dans le dénominateur. Au premier chef, il y a le traitement de la perte de change sur la dette, qui a été émise en monnaie étrangère. Si on prend, par exemple, une dette en dollar américain, le rapport annuel d'Hydro-Québec dans le dénominateur du coût de la dette utilise ce qu'on appelle le concept de la dette évaluée au taux de change courant. Donc, c'est la dette étrangère telle qu'elle vaut aujourd'hui, bien, pas aujourd'hui mais au trente et un (31) décembre de l'année où le rapport annuel est fait, donc on évalue la dette étrangère au taux courant de change.

Bien entendu, en faisant cela, ça ne nous donne pas effectivement... ça nous donne la valeur en dollar canadien de la dette mais ça ne nous donne pas la valeur qu'on a effectivement obtenue lors de l'émission de cette dette. Disons qu'à l'émission de la dette, le taux de change pouvait être différent de ce qu'il est aujourd'hui. Si on veut avoir véritablement quel a été le produit de l'émission, il faut utiliser le concept d'évaluer la dette étrangère au taux de change à l'émission. A ce moment-là, on obtient correctement combien de dollars canadiens on a obtenus de cette émission. Et c'est le dénominateur qu'il nous faut pour calculer correctement le coût de la dette pour les fins réglementaires.

Donc, l'ajustement qui est fait au niveau du dénominateur c'est en principe d'évaluer toute la dette en dollar, donc en monnaie étrangère, au taux de change à l'origine de l'émission. Et ce faisant, on obtient véritablement qu'est-ce qui a été obtenu en dollars canadiens à l'émission et ce qui a été en fait utilisé pour le financement de nos actifs.

En principe, ça s'arrêterait là excepté qu'il y a une autre petite complication, c'est que lorsque dans le numérateur on a une partie de nos charges qui correspond à l'amortissement de perte de change. Et ce flux d'amortissement qui anticipe la perte de change qui va devoir être payée à l'échéance de la dette fait partie là de notre service de la dette, du numérateur et, comme vous le savez, bon, c'est une charge d'amortissement, elle ne reflète pas véritablement une sortie de fonds, elle anticipe une sortie de fonds qui va se produire à l'échéance de la dette. Et étant donné qu'elle fait partie, par contre, quand même, de la charge de financement et donc du revenu requis, cela se traduit par le fait qu'Hydro-Québec reçoit, si vous voulez, disons, donc, cette dépense d'amortissement sans qu'il y ait de contrepartie en terme de sortie de fonds.

Donc, il y a un léger... il y a un décalage qui se fait, c'est-à-dire qu'on reçoit un revenu requis des

dépenses qui, en fait, ne seront effectivement ressenties qu'à l'échéance de la dette. Donc, il y a un ajustement qui est fait pour tenir compte de ça, c'est une forme de financement, si vous voulez, c'est-à-dire que le revenu requis nous procure un revenu pour lequel il n'y a pas de dépenses correspondantes immédiatement.

Et pour tenir compte que, donc, c'est une forme de financement et que c'est une forme de financement qui n'a pas... qu'on n'a pas besoin de rémunérer, à ce moment-là on fait un ajustement, c'est-à-dire qu'on rajoute au coût de la dette évaluée au taux de change à l'origine, on rajoute tout l'amortissement qui a été chargé sur, donc, la perte de change, O.K. Et ce faisant, ça a pour impact que le coût de la dette se trouve diminué, c'est-à-dire que si on n'avait pas fait cet ajustement on aurait un coût de la dette plus élevé. Cette diminution du coût de la dette reflète qu'on a eu une forme de financement qui n'a pas besoin d'être rémunéré et qu'on ne réclame pas auprès des clients.

En gros c'est ça, je pourrais continuer encore puis rentrer dans les ajustements plus mineurs là qui touche les frais d'émission, et cetera mais c'est l'essentiel de notre... de la modification qu'on apporte au résultat du rapport annuel.

(9 h 35)

- 52 Q. Non, ça répond très bien, on voulait effectivement les grandes lignes de la comparaison, merci. Maintenant, Monsieur Morin, j'aurais tout simplement une question d'opinion à vous demander sur l'utilisation recommandée, si je peux m'exprimer ainsi, par les experts Booth et Berkowitz de la technique des * Ordinary Least Squares +, OLS, pour... bien, je vais le citer, là, c'est pour minimiser certaines * deviations +, des écarts sur les valeurs annuelles autour de l'estimation qui découle au niveau de la moyenne arithmétique. En fait, pour fins du dossier, je pense qu'il serait préférable que je le cite. Ils indiquent que cette méthode-là:

This is a statistical technique that estimates the arithmetic return by minimizing the deviations of the annual values around the estimate. Ordinarily Least Squares is the standard technique for economic models and is commonly used for estimating other annual growth rates such as the growth rate in dividend growth models.

Et je tire cette citation de la pièce Coalition-2, document 1, Schedule E, pages 2 et 3. Est-ce que vous pourriez nous indiquer brièvement quelle est votre

opinion relativement à ce commentaire de Booth et Berkowitz au sujet de l'utilisation du modèle OLS?

Dr. ROGER A. MORIN :

A. I agree with my colleagues that this is a very standard technique of fitting historical data to obtain a growth rate.

53 Q. C'est tout?

R. C'est tout.

54 Q. Êtes-vous d'accord qu'elle soit utilisée? Vous ne l'utilisez pas, si je comprends bien?

R. La technique elle-même, elle est correcte, elle est suffisante, elle est employée grandement. Le problème, c'est les données d'entrée, les inputs. Il y a une expression en anglais qui dit * garbage in, garbage out +, je ne fais pas la supposition que c'est le cas, là. Alors, ce qui est important, c'est les données d'input, la validité des données d'input, et aussi la période historique sur laquelle on s'appuie pour projeter l'avenir.

Alors, si on change la période d'un an, on ajoute un an, on diminue un an, on peut avoir un peu des résultats qui varient selon la période choisie.

Alors, il y a beaucoup de jugements qui doivent être appliqués dans le choix des inputs et le choix de la période. Mais la technique elle-même, elle est très bien fondée.

55 Q. Puis pour les fins d'estimation de la prime de risque du marché, c'est une méthode valable?

R. C'est une méthode valable. On a assisté hier à plusieurs études, là, l'étude Hatch-White, l'étude de l'Institut canadien des actuaires, les travaux de Ibbotson autant au Canada qu'aux États-Unis et ce qu'on fait là-dessus, c'est des moyennes arithmétiques, des rendements annuels. C'est aussi simple que ça. On recule disons cinquante (50) ans, on additionne les rendements de chaque année, on divise par cinquante (50). C'est une moyenne historique des primes de marché. C'est vraiment aussi simple que ça, là.

56 Q. Parfait. Je réfère maintenant, Monsieur Morin, à votre témoignage écrit, à la page 37, de votre témoignage dans la version, en fait votre témoignage officiel...

R. Ça va.

57 Q. Où vous traitez du capital structure et vous indiquez, notamment au deuxième paragraphe, enfin les deux premiers paragraphes :

My recommended return for TransÉnergie is predicated on a deemed capital structure consisting of 67.5% debt and 32.5% common equity capital.

Et là, vous indiquez :

I have compared TransÉnergie's deemed capital structure with: 1) investor-owned utility capital structures deemed by Canadian regulators, 2) actual capital structures of Canadian energy utilities, both investor-owned and government-owned, and 3) actual capital structures of U.S. energy utilities.

Maintenant, dans le présent dossier, on a évidemment au dossier le fait que la structure de capital réelle de Hydro-Québec, je crois que c'est consolidé ou non consolidé, là, vous m'apporterez la précision, de vingt-six virgule sept pour cent (26,7 %). C'est parce qu'il y a un vingt-six virgule deux pour cent (26,2 %), je crois, qui est consolidé et vingt-six virgule sept (26,7) qui serait non consolidé.

Est-ce qu'il y a une, comment je dirais, une inférence valable qui peut être tirée de cela pour évaluer l'opportunité d'accorder à Hydro-Québec TransÉnergie la structure de capital présumée dont ils recommandent l'approbation de trente/soixante-dix (30/70)? Est-ce qu'il y a des conclusions à tirer? Vous faites des références à des compagnies de comparaison, monsieur Maillé a référé à cela un petit peu plus tôt ce matin, en réponse à une de mes questions, mais est-ce qu'il n'y a pas des

conclusions qui peuvent être tirées du fait que, dans la réalité des choses, Hydro-Québec a une structure de capital réelle avec un taux de capitalisation de vingt-six virgule sept pour cent (26,7 %) et on indique par ailleurs que la fonction transport, selon divers témoignages, est la moins risquée parmi les trois fonctions principales, production, distribution et transport?

R. Il est bien connu chez les marchés financiers que l'intention de Hydro-Québec, c'est de renforcer son bilan et de se diriger vers un target, une cible de capital structure qui consiste en beaucoup plus d'équité.

58 Q. À trente-deux (32) ou trente-trois pour cent (33 %), je crois?

R. Trente-deux (32) ou trente-trois pour cent (33 %). Alors, tout marche ensemble dans le sens que TransÉnergie est légèrement moins risquée que d'autres activités chez Hydro-Québec. Alors, il va de soi que la structure de capital TransÉnergie soit moins que le target pour l'ensemble de l'entreprise.

59 Q. Monsieur Robillard?

M. PAUL ROBILLARD :

R. En fait, je pense que le docteur Morin a bien répondu. Si vous vous rappelez, dans mon allocution de départ, hier, ce qu'on mentionnait, c'était l'importance pour Hydro-Québec de maintenir un accès

privilegié au marché et la façon de maintenir cet accès-là, c'est en disant ce que nous allons faire et en faisant ce que nous avons dit. Et ce que les marchés attendent de nous, c'est une amélioration dans le temps de la position financière de l'entreprise.

Le plan stratégique qu'on a déposé, je pense, en deux mille (2000) prévoit une augmentation de la base de capitalisation de l'ensemble de la compagnie au-delà de trente pour cent (30 %). Donc, je pense que la requête qu'on fait d'une base d'une structure de capital à trente pour cent (30 %) est tout à fait compatible avec l'objectif qu'il y a au niveau de la structure de capitalisation de l'ensemble de Hydro-Québec.

Dr. ROGER A. MORIN :

- A. Elle est aussi comparable à l'ensemble des pairs, des compagnies comparables.
- 60 Q. Oui oui, ça, j'avais compris. C'est parce que, évidemment, les pairs sont dans cette fourchette-là que vous recommandez, si j'ai bien compris, en tout cas la majorité, c'était qu'on voulait comparer par rapport à la réalité de Hydro-Québec présentement qui était vingt-six virgule sept (26,7).

M. PAUL ROBILLARD :

R. Maître Fortin, si vous permettez...

61 Q. Oui, excusez-moi?

R. Je vous en prie. Un point additionnel d'information. Il faut faire attention également. Le calcul du pourcentage de capital propre qu'on retrouve dans le rapport annuel à vingt-six virgule deux (26,2), comme vous le faisiez valoir, n'est pas directement comparable au trente pour cent (30 %) qui est demandé. En fait, le trente pour cent (30 %) qu'on demande, si on le ramenait sur des bases similaires à celles du rapport annuel, on parlerait de vingt-huit point cinq pour cent (28,5 %), je pense.

Donc, le vingt-six point deux (26,2) du rapport annuel se rapproche... doit être comparé à un niveau de vingt-huit point cinq (28,5) ou, si vous préférez, si on prenait le vingt-six point deux (26,2) du rapport annuel, et on le mettait sur des bases réglementaires, on serait probablement dans le voisinage de vingt-sept (27) ou vingt-sept et demi (27,5). Je n'ai pas fait le calcul.

62 Q. Vingt-huit point cinq pour cent (28,5 %), ça, ça serait pour...

R. Je m'excuse, le trente pour cent (30 %)...

63 Q. Le trente pour cent (30 %) serait équivalent...

R. Oui, on retrouve ça en quelque part dans notre preuve. On a le chiffre exact de la base de

comparaison dans notre preuve. J'essaierai de trouver la référence.

- 64 Q. Effectivement, on a vu de l'information, je n'ai pas besoin de préciser.

M. ÉRIC MAILLÉ :

R. Quand même pour préciser parce que...

- 65 Q. Parfait...

R. Il y a quand même besoin de préciser parce que l'écart est de l'ordre de point huit (0,8). Donc, le trente pour cent (30 %) serait, disons, vingt-neuf point deux (29,2). Par contre, quand vous citez le vingt-six point sept (26,7), on va mêler tout le monde, là, c'est vingt-huit point cinq (28,5). En tout cas, donc, restons à trente pour cent (30 %) pour ce qui est de ce qu'on demande. Ça, c'est trente pour cent (30 %). Mais quand on vient à comparer avec l'entreprise, disons que si on veut le citer sur la même base, l'entreprise en l'an deux mille (2000), en mil neuf cent quatre-vingt-dix-neuf (1999) avait vingt-huit point cinq (28,5). Donc, en fait...

- 66 Q. Monsieur Morin, je voudrais aborder avec vous un petit peu plus en détails certains éléments qui ont été abordés avec maître Neuman hier. Il a abordé avec vous entre autres la question de la fermeture réglementaire des livres, le closing of the books, comme ça a été indiqué. C'est aux pages 238 et suivantes de la transcription pour les fins du

dossier. La question est la suivante. À votre avis, s'il y avait une fermeture réglementaire de livres qui était décidée par la Régie dans la présente cause, vous vous souviendrez de sa décision D-2000-102 au mois de juin sur les thèmes à aborder dans la présente cause, la Régie a indiqué que la question de fermeture réglementaire de livres était l'un des sujets à débattre.

Donc, il est possible qu'elle rende une décision dans un sens ou dans l'autre sur cette question après les représentations qui seront faites à cet effet et la preuve produite. Donc, c'est dans ce contexte-là que je vous demande votre opinion, même si vous avez témoigné hier à l'effet que ce serait le seul endroit en Amérique du Nord, si je vous ai bien compris, où un organisme de régulation économique imposerait ce type de condition tarifaire.

Dans l'hypothèse où la Régie jugerait opportun ou approprié de décréter la fermeture réglementaire de livres pour TransÉnergie dans la présente cause tarifaire et dans l'hypothèse où cette fermeture réglementaire serait symétrique, justement pour éviter, là, tous les aléas associés au fait qu'elle pourrait être asymétrique et auxquels vous avez référés hier d'ailleurs, est-ce que, à votre avis, cela pourrait avoir un impact sur l'évaluation du

risque de TransÉnergie au niveau des marchés financiers, que ce soit... et là, je vous laisse le soin de me distinguer selon les catégories de risques, que ce soit les risques d'affaires, le risque réglementaire ou enfin le risque financier?

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Bien, mon opinion, c'est la même que hier en fait. Je crois que c'est une obligation, un coût réglementaire qui n'est pas vraiment nécessaire. Je pense qu'une fois qu'une décision tarifaire rendue avec un taux de rendement accordé et avec une fourchette autour du rendement accordé, on laisse aller l'entreprise tant et aussi longtemps que la compagnie gagne un montant de rendement à l'intérieur de la fourchette. Et si par chance ou par malchance, on gagne en haut de la fourchette ou en bas de la fourchette, il y a automatiquement une demande de hausse tarifaire si on est en bas et, immédiatement, si on est en haut, c'est la Régie qui dit, écoutez, venez nous voir, là, les tarifs sont trop élevés, vous gagnez au-delà de la fourchette.

Et ça viendrait éliminer le regulatory lag, ça viendrait éliminer les coûts directs de la réglementation et aussi les coûts indirects de la réglementation. Par coûts indirects, j'entends les effets incitatifs de la réglementation. C'est bien

sûr que si une entreprise réglementée a le choix de gagner ce que j'ai appelé une zone de reasonableness, une fourchette de taux de rendement, elle a intérêt à se situer au-delà de la fourchette.

Puis la seule façon d'atteindre le haut de la fourchette, c'est en diminuant les coûts de service. Donc, lors de la prochaine cause tarifaire, on commence avec des coûts plus bas. C'est ça qui est l'attraction de ce que je suggère, la zone de reasonableness sans fermeture de livres. Je ne vois pas vraiment ce que ça accomplit, là, la fermeture des livres.

- 67 Q. Je vais revenir à la question de la zone de reasonableness, mais de façon plus précise à ma question, est-ce qu'on doit comprendre de votre réponse que ça n'aurait pas d'implication au niveau de l'évaluation du risque de TransÉnergie? Vous avez parlé d'un coût, là, mais au niveau des marchés financiers, il faut parler... je comprends que votre opinion, c'est que vous ne recommandez pas que la Régie décrète une fermeture réglementaire de livres pour les motifs que vous avez expliqués, sauf qu'il est possible que la Régie ne suive pas votre recommandation comme il est possible qu'elle la suive.

À supposer qu'elle ne la suive pas votre

recommandation et qu'elle le décrète, il est important qu'elle sache quel pourrait être l'effet sur la perception des marchés financiers, des risques, des divers risques de TransÉnergie, que ce soit les risques d'affaires ou les risques réglementaires ou les risques financiers?

R. Dans la mesure où le régime est symétrique, que c'est un couteau à deux tranchants...

68 Q. Oui oui, c'est dans l'hypothèse que c'est symétrique...

R. ... qui va dans les deux sens, je pense que ça a un impact relativement négligeable sur le risque financier. Mais par contre, j'essaie de faciliter la tâche de la Régie, j'essaie d'assouplir le régime réglementaire pour la prochaine décennie, puis je pense que ce que je vous suggère, ça serait une très bonne façon de le faire.

69 Q. Mais quand vous dites un impact négligeable, est-ce que ça serait perçu positivement en termes d'évaluation des risques par les marchés financiers ou si ça serait perçu négativement?

R. Je pense que ce serait un impact neutre.

70 Q. Neutre, O.K.

(9 h 55)

Maintenant, justement sur la question de ce que vous appelez le * zone of reasonableness +, et je n'ai pas fait mes devoirs comme maître Neuman, je n'ai pas tout lu la littérature que vous avez écrite là

dessus...

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Maître Neuman souffre sans doute d'insomnie, là...

LE PRÉSIDENT :

C'est pour ça qu'on ne le voit pas ce matin. Il n'a pas fini de lire vos livres.

Me PIERRE R. FORTIN :

71 Q. Je veux être bien honnête avec vous comme témoin, c'est évident que de la preuve produite à date, il n'y a pas eu de recommandation, en tout cas écrite, ni de la part d'Hydro-Québec, ni de vous, sauf erreur, vous me corrigerez si je fais erreur, c'est une question qui a été abordée lors du contre-interrogatoire de maître Neuman.

Mais à la lumière des commentaires que vous faites, en réponse justement à cette question de fermeture réglementaire qui a été abordée, de même que les divers mécanismes auxquels vous avez référé hier, * normalization +, bon, les comptes de nivellement, *et cetera*, est-ce que vous êtes, est-ce que c'est un mécanisme ou une technique que vous êtes prêt à recommander à la Régie dans cette présente cause?

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. Le * zone of reasonableness + ?
- 72 Q. Oui.
- R. Oui, définitivement.
- 73 Q. C'est quelque chose que vous recommanderiez à la Régie d'adopter dans la présente cause tarifaire...
- R. Dans la présente cause...
- 74 Q. ... au lieu d'une fermeture réglementaire de livres, le cas échéant?
- R. Et on se situe toujours à l'intérieur du cadre réglementaire de la Loi, on travaille toujours avec un taux de rendement, sauf qu'on assouplit un petit peu le régime puis on allège les coûts réglementaires, la fréquence des audiences, et en même temps, on donne un incitatif à l'entreprise réglementée.
- 75 Q. Oui...
- R. Donc, on vient aussi alléger les coûts indirects à la réglementation. Alors je pense que c'est * win-win-win + pour tout le monde, pour toutes les parties.
- 76 Q. Parfait. Je vous le fais préciser encore une fois, en toute honnêteté et je vais m'adresser à monsieur Bastien, évidemment sur cette question, c'est que monsieur Bastien, lors du témoignage qu'il a rendu, sur son témoignage écrit lors des audiences relatives au thème 1, j'ai abordé cette question avec lui, monsieur Bastien a fait un lien entre cette question

de fermeture réglementaire de livres et la question des mécanismes incitatifs qu'on retrouve à la Loi, et là, on était sous toute réserve des argumentations d'ordre juridique que Hydro pourra soumettre à la fin des audiences, mais...

R. Moi, je vois ça un peu comme un processus par étapisme pour la Régie, si je planifiais la prochaine décennie, j'y vais un peu par étapes, cause traditionnelle, on commence à assouplir un petit peu la notion du taux de rendement, à l'élargir un peu. Et ensuite on s'en va vers un régime de PBR, ou d'incitatif, ou de * performance-based regulation +, mais il faut y aller par étapes. Je pense que ça serait une bonne chose pour tout le monde.

77 Q. Mais je comprends de votre témoignage, et je vais m'adresser évidemment à monsieur Bastien après, que dans la présente cause ici, vous n'auriez pas, vous, d'inconvénients à ce que, vous ne voyez pas d'inconvénients à ce que dès maintenant, justement, cet étapisme commence à être appliqué?

R. C'est fortement recommandé de ma part.

78 Q. Merci. Alors, je m'adresse... merci, Monsieur Morin. Alors, je m'adresse à vous, Monsieur Bastien. Évidemment sur cette question, et toujours sous réserve de l'argumentation juridique qui pourrait être produite, mais vu * l'association +, entre guillemets, si vous me passez l'expression, que vous avez faite lors de votre témoignage antérieur entre

la question de fermeture réglementaire de livres et les mécanismes incitatifs, et compte tenu du témoignage de ce matin de monsieur Morin, quelle serait la position de TransÉnergie vis-à-vis de cette question dans la présente cause, est-ce que vous êtes d'accord avec la recommandation de monsieur Morin pour la faire vôtre, ou faire, ou est-ce que vous voulez prendre un moment de réflexion là-dessus avec vos commettants? Il est évident qu'on a besoin de...

M. MICHEL BASTIEN :

R. J'attendais la suite de la question, c'est ça?

79 Q. On a besoin de votre éclairage évidemment sur la position recommandée par votre expert sur cette question.

R. Ah, c'est une décision qui est quand même un peu difficile et une question en amont de ça qui est quand même assez complexe. Monsieur Morin fait, le docteur Morin fait étalage de positions qu'il a sans doute prises devant d'autres organismes de réglementation et il reflète son opinion qui n'a jamais été partagée, si ce n'est qu'autour d'un café, * Ça serait une bonne idée pour vous autres aussi, ce genre de chose-là +, mais on n'a jamais donné de mandat au docteur Morin sur cette question-là...

80 Q. Je vois...

R. ... et on n'a pas évalué d'alternatives à cette option-là, on n'a pas analysé ces options-là, puis

j'ai de la misère à prendre un engagement, dans un délai court terme, là, pour m'engager dans une option comme celle-là. On comprend que c'est des enjeux qui sont, des enjeux financiers qui sont potentiellement importants et qu'il y a certainement plusieurs alternatives à regarder.

Moi, je maintiens mon point puis ça rejoint très bien ce que docteur Morin vous a dit, et là-dessus, on n'en avait pas parlé, c'est quand même, mais on a un consensus sur la question de l'étapisme, à savoir que, commençons par un premier dossier, traditionnel, établissons une bonne base, sachons de quoi on parle en termes du traitement réglementaire d'un dossier de base, un dossier traditionnel, pour après ça avoir une discussion beaucoup plus éclairée sur comment on peut améliorer, alléger, modifier des choses.

Et c'est certainement une avenue qui me séduit, là, qui m'apparaît simple, qui m'apparaît efficace, qui m'apparaît, j'estime, enfin j'estime, je poserais la question au docteur Morin, je présume qu'il a convaincu d'autres organismes de réglementation et que c'est appliqué également, donc il a une expérience pratique de ces choses-là, il y a une histoire réglementaire autour de ce genre de proposition-là.

Mais j'hésite beaucoup, beaucoup, beaucoup, en fait je ne peux pas, je ne suis pas dans une situation où je peux prendre position par rapport à cette proposition-là dans cette cause-ci.

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Je voulais simplement être, comme la Régie, là, avant-gardiste.

81 Q. Oui, vous aviez parlé, je pense, d'être imaginatif hier, je crois, ou une expression de cette nature que vous avez employée, de mémoire, hier.

M. ÉRIC MAILLÉ :

R. Sans rien rajouter à ce que monsieur Bastien a dit, j'aimerais souligner simplement qu'un des aspects de la recommandation de monsieur Morin, ça serait qu'on n'aurait pas à recourir à ses services aussi souvent. Et je dois juste souligner que c'est rare qu'un consultant recommande de se passer de ses services.

82 Q. Il se place du point de vue professionnel?

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Il faudrait que les avocats fassent la même chose, par exemple.

83 Q. Là, en anglais, on dit * I take exception to this +.

M. MICHEL BASTIEN :

R. Un complément, ceci étant dit pour, il me semble que

c'est une question complexe que vous nous posez là, Maître Fortin, parce que vous pouvez me demander mon opinion à moi, bien c'est plus que ça, vous demandez un engagement...

84 Q. Non, c'est celle de TransÉnergie, ça va de soi, dans la mesure...

R. ... et d'Hydro-Québec, et j'imagine que tous les intervenants qui, bien personne a fait de preuve sur cette question-là, on discutait juste de l'opportunité puis là, on est rendus à l'étape d'une proposition. Il me semble qu'on a sauté une étape qui est importante, qui va poser de sérieux problèmes pour beaucoup de groupes au-delà d'Hydro-Québec.

85 Q. Comme je vous ai mentionné, Monsieur Bastien, je ne m'attendais pas nécessairement à une réponse très catégorique en faveur de la recommandation immédiate qui vient d'être faite, là.

R. On se comprend bien.

86 Q. Mais la question, c'est, dans le fond, votre témoignage original effectivement prônait une forme d'étapisme, pas nécessairement la même que monsieur Morin, en ce sens que vous recommandez, sous réserve des questions juridiques qui seront discutées possiblement lors de la plaidoirie, mais vous recommandiez qu'on ne procède pas dans cette cause-ci.

Alors, votre etapisme, tel que je le comprends, c'est

que ça serait à partir de la deuxième cause tarifaire ou quelque chose du genre, alors que monsieur Morin, lui, dit qu'il n'y aurait pas d'inconvénients à ce que ce soit lors de la première cause tarifaire. Bon, c'est ce qui vous distingue, c'est ce que je comprends.

Maintenant, si vous avez plus de réflexions de la part de TransÉnergie d'ici la fin des audiences là-dessus, elles seront bienvenues. Pour le moment, on prend votre commentaire tel qu'il est relativement à la fermeture réglementaire.

Me PIERRE R. FORTIN :

Alors, Messieurs, je vous remercie. Monsieur le Président, je n'ai plus d'autres questions pour ce panel.

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Merci, Monsieur Fortin.

LE PRÉSIDENT :

Merci, Maître Fortin. Alors, Maître -- Monsieur...

M. FRANÇOIS TANGUAY :

C'est correct, je ne le prends pas personnel.

LE PRÉSIDENT :

Non, mais il y a, je ne sais pas s'il y a de l'agressivité vis-à-vis les avocats mais... Alors, François?

INTERROGÉS PAR M. FRANÇOIS TANGUAY :

- 87 Q. O.k., très brièvement, bien, j'allais effectivement aller sur la fameuse fourchette de * zone of reasonableness +, j'aurais peut-être juste une petite précision par rapport à ça, Monsieur Morin. Est-ce que, puis je suis très conscient qu'on est dans l'hyperhypothétique compte tenu des propos de monsieur Bastien, mais pendant qu'on est dessus, pendant que la poêle est chaude, est-ce qu'on partirait du même taux proposé?

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. Selon ma suggestion, ce n'est vraiment pas différent du statu quo, là, vous fixez un taux de rendement juste et raisonnable, dix point six pour cent (10,6 %).
- 88 Q. Bien, ce que je veux dire -- je me doutais que c'est celui-là que vous alliez suggérer...
- R. Et ensuite, vous dites : * O.k., voici, les tarifs sont fixés, avec un taux de rendement... +
- 89 Q. O.k.
- R. Prenons un chiffre rond, dix pour cent (10 %). Et ensuite, vous dites : * Bien, vous avez le droit de

gagner cinquante (50) "basis points on either side of"... +

90 Q. Oui, o.k.

R. ... du point moyen, ou cent (100) "basis points", ça varie selon certaines juridictions; à Terre-Neuve, c'est cinquante (50) points, en Alabama, c'est cent (100), à différents endroits, c'est soixante-quinze (75), enfin, disons une fourchette de cinquante (50) points de chaque côté. Et ensuite, on laisse les systèmes aller. Et quand l'entreprise fait un rendement inférieur à la fourchette, elle peut demander à la Régie une hausse de tarif, ou un redressement tarifaire.

Et si la compagnie, l'année prochaine, réalise un rendement qui est au-delà de la fourchette, là c'est au tour de la Régie de dire, ce qu'on appelle * show cause + en anglais, on vient taper sur l'épaule :
* Venez nous montrer que vos tarifs ne sont pas trop élevés. +

Mais je pense que l'attrait de ce système-là, c'est que vous travaillez toujours à l'intérieur du statu quo, c'est toujours le taux de rendement juste et raisonnable, sauf qu'on l'élargit un petit peu. Et le noyau de ça, c'est que vous donnez un incitatif aux entreprises réglementées de se situer au-delà de la fourchette, dans la partie supérieure de la

fourchette.

Puis le seul moyen que TransÉnergie aurait de gagner plus de rendement vers le haut de la fourchette, c'est en diminuant ses coûts. Donc, la prochaine cause tarifaire, on se présente avec des coûts de service qui sont maintenant plus bas.

91 Q. Oui, o.k.

R. Et on travaille toujours à l'intérieur du cadre légal et réglementaire et économique, là, ce n'est pas, je ne vous recommande pas un départ draconien du statu quo.

92 Q. Et ça suppose, à la limite, qu'on ne serait peut-être pas en face aussi de causes tarifaires annuelles mais...

R. C'est sûr, ça, c'est...

93 Q. ... on ouvre dans le temps à la nécessité.

R. Il pourrait y avoir une cause tarifaire dans six mois, dans quatre ans, dans deux ans, dans un an et demi, c'est ça qui est le, un des attrait du système. C'est la même chose pour Gaz Métro. Alors, et la Régie pourrait consacrer davantage de ressources sur d'autres questions, peut-être à caractère social ou environnemental, les qualités de service, et ne pas perdre son temps à écouter des experts, les avocats, des audiences puis tout ça.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

O.k., merci.

LE PRÉSIDENT :

Je prends note de vos commentaires.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Moi, je n'ai rien dit.

- 94 Q. Monsieur Robillard, je voudrais revenir à vous, j'ai deux, trois petites précisions à vous demander. La première, vous avez élaboré tout à l'heure sur, assez longuement d'ailleurs et c'était très clair, moi, ça m'a beaucoup éclairé, sur où vous êtes : * Nous, on est dans A +, vous avez dit, * En gros, là, "up and down", on est dans A. +

Où se situent * les comparables +, entre guillemets, c'est-à-dire les entreprises intégrées, on peut imaginer des Canadiens comme BC, Manitoba, peut-être l'Ontario, je ne sais pas s'ils sont à ce point comparables, peut-être qu'ils sont moins hydrauliques, eux autres, * ball park figures + ?

M. PAUL ROBILLARD :

- R. Oui. Dans le cas de, bon, écoutez, dans le cas de Hydro One, ça a été un émetteur qui a été mentionné hier, Hydro One, règle générale, est ce qu'on appelle

une * notch + au dessus d'Hydro-Québec. Et une * notch +, ça veut dire, plutôt que d'être, par exemple dans le cas de Moodys, plutôt que d'être au milieu du secteur des A, Hydro One serait dans le haut du secteur des A.

Donc, lorsqu'on regarde, par exemple dans le cas de Hydro One, Moodys, sauf erreur, les cote simple A1, donc ce * 1 + étant le haut de la cote. Dans notre cas, dans le cas d'Hydro-Québec, on est simple A2. S&P nous cote simple A1; dans le cas de Hydro One, S&P les cote double A moins, double A faible.

95 Q. C'est quoi l'écart en points de base d'un petit saut comme celui-là?

R. C'est relativement, bon, pour le même émetteur...

96 Q. Oui, oui.

R. ... ce qui se passe, ce qui est difficile à évaluer, c'est d'un émetteur à l'autre, parce que les marchés, à l'occasion, peuvent avoir des, peuvent prendre en compte certains éléments. Et je pourrai peut-être revenir un petit peu là-dessus.

Je dirais -- ça dépend des échéances, ça dépend des conditions de marché, c'est variable dans le temps, mais je dirais, le passage d'une cote simple, si le marché reconnaît soudainement que Hydro-Québec n'est plus un simple A, dans le milieu des simples A mais dans le haut des simples A, normalement, ça devrait

valoir, j'aventurerais, là, probablement un huit, huit à dix points de base.

97 Q. O.k., ça, ça me situe, je voulais juste avoir une idée, là, de...

R. Le motif pour lequel je mentionnais tout à l'heure que c'est difficile de comparer, de tirer ces conclusions-là, de regarder un * snapshot +, une photo aujourd'hui de l'ensemble des émetteurs, dire : * Bon bien, voici les écarts de rendement +, bon, par exemple, si je regarde les titres à long terme d'Hydro-Québec, les titres à long terme d'Hydro-Québec se transigent, au Canada, approximativement, je pense c'est dans le voisinage de soixante-dix (70) à soixante-quinze (75) points, de mémoire, des titres du gouvernement canadien. Ça, c'est en date de la semaine dernière, je n'ai pas vérifié cette semaine.

Au même moment, les titres à long terme de Bell Canada, donc pas de Bell Enterprises, pas le holding mais la compagnie qui est réglementée, était dans les hauts cent (100) au dessus des Canada. En dépit du fait que Bell Canada a un rating qui se rapproche de celui d'Hydro-Québec, le marché dans ce cas-là a pris compte de facteurs spécifiques à cet émetteur-là.

Le marché va prendre en ligne de compte des facteurs comme les risques technologiques, peut prendre en compte également des facteurs comme les, ce qu'on

appelle les * event risks +, est-ce que la compagnie peut soudainement décider de s'endetter, ou encore est-ce que la compagnie peut faire l'objet d'une acquisition, quoi que ce soit, et soudainement se retrouver dans une situation où elle, où sa santé financière va être mise en péril. Donc les marchés tiennent compte de ce type d'éléments-là.

98 Q. Puis j'imagine du secteur, dans le cas de Bell, du secteur de la téléphonie en général...

R. Oui, absolument.

99 Q. ... étant plus volatile. Vous avez parlé de, je voudrais savoir, moi, quelle était la cible de la structure de capital dans le dernier plan stratégique?

R. Je m'excuse, est-ce que vous parlez du Plan stratégique 2000 ou le plan stratégique...

R. Oui, le 2000.

100 Q. De mémoire, je pense qu'on était dans le voisinage de trente-deux (32 %) ou trente-trois pour cent (33 %).

101 Q. Puis vous êtes allé où dans le réel?

R. Le Plan stratégique 2000 porte sur l'horizon deux mille quatre (2004), donc en deux mille quatre (2004), on visait à être dans le voisinage de trente-deux (32 %) ou trente-trois pour cent (33 %).

102 Q. Merci.

R. Merci beaucoup. Ah, ce n'est pas sur la base réglementaire, d'accord. Je m'excuse, je ne le vois pas ici... Bon, d'accord, trente-deux point trois

pour cent (32,3 %), je m'excuse, c'est trente-deux point trois pour cent (32,3 %) en deux mille quatre (2004). En deux mille (2000), on visait un ratio de capitalisation de vingt-sept (27 %), on a fini à vingt-six virgule deux (26,2 %), je pense. Et en deux mille un (2001), évidemment, ce ratio devrait aller en s'améliorant, probablement s'en aller dans le voisinage justement des vingt-sept pour cent (27 %). Donc, on a pris un certain retard par rapport au plan stratégique. Ceci étant dit, l'intention demeure d'améliorer la structure du bilan d'Hydro-Québec.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

O.k., ce sera mes petites précisions. Merci.

LE PRÉSIDENT :

Alors, Monsieur Frayne?

INTERROGÉS PAR M. ANTHONY FRAYNE :

Bonjour, Messieurs. Deux questions, le temps passe beaucoup, peut-être le premier, mais nous essaierons de passer vite peut-être.

- 103 Q. Monsieur Maillé, d'abord, nous avons discuté de cette question du taux de rendement sur la dette, le taux d'intérêt, et vous avez identifié plusieurs différences qui expliquent un assez grand écart finalement entre ce qu'on trouve dans le rapport

annuel et ce qui est demandé.

Un des éléments, c'est le traitement du taux de change, et je vais parler seulement de cet élément-là, et vous indiquez qu'il y a deux approches qui étaient prises, une pour fins réglementaires, une dans le rapport annuel. Est-ce que je devrais supposer que dans le moment, seulement pour cet item-là, ça met un taux réglementaire plus élevé que le taux qui serait reporté selon les compensations comptables du rapport annuel?

M. ÉRIC MAILLÉ :

R. C'est effectivement le cas à l'heure actuelle, oui.

104 Q. Est-ce que c'est toujours le cas, est-ce que, ou est-ce que ça peut varier?

R. Ça peut varier, disons que l'écart est dû donc à l'élimination de la perte de change non réalisée dans le dénominateur. Ça peut être aussi des gains de change, dépendamment de l'évolution des taux de change.

105 Q. Grosso modo, est-ce qu'on peut faire une règle comme si le taux de change, la tendance récente était à baisser, que ça mène à une différence positive, et si le dollar canadien était remonté, que ça aurait l'effet contraire?

R. En gros.

106 Q. O.k., c'était juste en gros que je me posais la

question. Merci.

R. O.k.

- 107 Q. Deuxième question pour docteur Morin. Hier, on a parlé beaucoup de risque réglementaire. Peut-être une première question, est-ce qu'il y a comme une norme pour le risque réglementaire, supposons qu'on disait que Hydro-Québec était dans une situation typique d'une entreprise réglementée, on avait un historique typique, *et cetera*, à ce moment-là, est-ce qu'il y aurait une prime de risque réglementaire normale qu'on ajouterait quelque part dans vos équations?

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Pouvez-vous préciser votre question?

- 108 Q. Mais je peux imaginer que, disons, on suppose qu'il y a une situation réglementaire qui est considérée vraiment idéale, très bien rodée, *et cetera*, est-ce que je peux supposer que la prime de risque réglementaire à ce moment-là serait zéro?

R. Pas zéro, mais serait quand même amenuisée.

- 109 Q. D'accord.

R. Elle diminuerait substantiellement.

- 110 Q. Si on prenait quand même une situation normale, une tradition réglementaire, ce n'est pas particulièrement bon ni particulièrement mauvais, quel serait le risque réglementaire à ce moment-là?

R. Risque moyen. Ça se compare avantageusement...

- 111 Q. Non, mais en pourcentage, quelle sorte de chiffre

est-ce qu'on risque de mettre dans le...

- R. Ça peut varier de zéro à cent (0 - 100) points, il y a des décisions absolument épouvantables qui, des fois, sont rendues par certains tribunaux, puis ça fait augmenter le coût de la dette et le coût des actions de l'ordre de cent (100) * basis points +, un pour cent (1 %). Ça peut aller jusque là. Mais en moyenne, l'ordre de grandeur, c'est vingt-cinq (25) points, vingt (20) points.

(10 h 15)

- 112 Q. D'accord; j'aimerais juste vos commentaires sur quelque chose qui m'a chicoté depuis que je suis régisseur. Je comprends qu'il peut avoir effet sur le marché mais je me demande, j'ai un problème intellectuel. Je dis si on reconnaît que nous étions dans une situation de risque réglementaire au-dessus de la normale, à ce moment-là on pourrait accorder un risque réglementaire supérieur à la normale aussi.

Mais il me semble, à ce moment-là, les marchés diraient : mais évidemment c'est une Régie qui reconnaît le risque, donc il n'y a pas de risque. Donc, on devrait être au-dessous, il y a un problème de *ex ante* et *ex post*, il me semble. Est-ce qu'il y a quelque chose qui m'échappe dans mon raisonnement?

- R. Non, c'est un problème de circularité, c'est "chicken and egg problem".

- 113 Q. Ah! O.K.

- R. Alors, si vous en tenez compte dans la prime du taux de risque qui est accordée, bien, ça élimine ou ça atténue le risque réglementaire.
- 114 Q. O.K.
- R. Alors, "it's a self-fulfilling prophecy".
- 115 Q. Oui, O.K., O.K. Je dois admettre de ça m'amène à dire, mais peut-être on devrait viser la moyenne en premier temps, parce que si je vise plus haut, je devrais être plus bas et vice-versa mais si je suis au milieu je suis correct.
- R. Bon, je pense qu'en prenant des décisions normales, on a quand même des taux de rendement justes et raisonnables...
- 116 Q. C'est de faire attention.
- R. ... en s'assurant que la santé financière d'Hydro-Québec va être maintenue, comparable à celle de ses pairs, il n'y a pas de politique draconienne en terme de vérification, je pense que ça serait très bien perçu par les marchés. Et si par-dessus ça on vient chapeauter la zone "of reasonableness" ou d'autres mécanismes innovatifs là, c'est très bien perçu par les marchés financiers, d'ailleurs, souvent, dans les rapports de maisons de cotation on fait éloge de telle ou telle régie qui a établi tel ou tel mécanisme ou réglementation, qui est visionnaire, qui est avant-gardiste, et cetera, puis ça c'est perçu très favorablement par des marchés financiers dans l'environnement actuel énergétique.

M. ANTHONY FRAYNE :

Merci, ça conclut mes questions, merci.

LE PRÉSIDENT :

Alors, merci. Maître Morel, avez-vous d'autres questions?

RÉ-INTERROGÉS PAR Me F. JEAN MOREL :

Oui, si possible, Monsieur le Président, avec votre permission, j'aurais quelques courtes questions en réinterrogatoire du panel de témoins.

- 117 Q. Lors du contre-interrogatoire par le procureur de la Coalition, il a été grandement étât de la garantie du gouvernement du Québec, et ce, en relation avec les discussions ou la preuve sur le risque financier de TransÉnergie. Pouvez-vous préciser quel est l'impact ou le lien dans ces notions, s'il vous plaît?

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. Je pense qu'hier on a eu de longues discussions avec maître Sarault sur la dette, l'impact de la garantie sur le coût de la dette et le risque de l'entreprise et sur le risque financier, et cetera. Je voudrais que ce soit excessivement clair là dans l'esprit de la Régie que la garantie gouvernementale affecte le coût de la dette et le risque de la dette, ce qu'on appelle le "risk of default", la qualité de crédit du

titre obligataire.

Par contre, ça n'a aucun impact sur le risque financier. Le risque financier, lui, il est dû à la volatilité du rendement des actions qui est engendrée par la présence de coûts fixes reliés à la dette.

Alors, j'ai bâti un petit exemple sur l'écran qui va illustrer... ça c'est "Finance 101" là, l'effet de levier, alors c'est une illustration, Monsieur le Président, vous voyez un bilan là en haut qui est très simpliste, une entreprise qui a mille dollars (1 000 \$) de capital d'investi, de base tarifaire qui est financé à soixante-quinze pour cent (75 %) par de la dette et vingt-cinq pour cent (25 %) par des actions, là, pour prendre un chiffre rond, et disons que la dette coûte dix pour cent (10 %).

Et faisons l'hypothèse simple que l'entreprise fait du dix pour cent (10 %) sur ses actifs. Dans la partie inférieure sur l'écran, vous voyez le bénéfice net avant intérêts là, dans la première colonne, qui est de dix pour cent (10 %) de mille dollars (1 000 \$) ou cent dollars (100,00 \$).

L'entreprise doit couvrir sa dette et verser soixante-quinze dollars (75,00 \$) d'intérêt, donc il reste aux actionnaires un excédent de vingt-cinq

(25), ce qui fait un rendement de dix pour cent (10 %).

Maintenant, supposons que tout va bien, les revenus de TransÉnergie sont plus élevés que prévus ou les coûts sont inférieurs à ce qui était prévu, le bénéfice avant intérêt augmente à cent vingt-cinq (125), dans la colonne du milieu. On a toujours les mêmes frais fixes à couvrir de soixante-quinze (75), donc, les actionnaires empochent cinquante dollars (50,00 \$) et on divise ça par la mise de fonds des actionnaires et ils se retrouvent avec un rendement de vingt pour cent (20 %).

Dans ma dernière colonne, c'est l'effet contraire, c'est défavorable, les revenus sont moindres que prévus, les coûts sont plus élevés que prévus, donc le bénéfice avant intérêts est de soixante-quinze (75) mais on doit toujours la facture de soixante-quinze (75) d'intérêts. Donc, il reste zéro aux actionnaires, donc le rendement est de zéro pour cent (0 %).

Alors, on voit là dans la ligne de bas que le taux de rendement là, la position des actionnaires est excessivement volatile.

Maintenant, dans l'autre diapositive, ça serait le

cas par exemple d'Hydro One qui, elle, a beaucoup plus d'actions ordinaires, qui a moins de dettes, si vous voulez. Alors, dans mon illustration, si vous regardez en haut là, vous voyez une entreprise qui a cinquante-cinquante (50-50) maintenant, qui est financée cinquante pour cent (50 %) dettes, cinquante pour cent (50 %) avoir-propre.

Puis la même histoire est racontée là, le bénéfice avant intérêt est de cent dollars (100,00 \$), il monte à cent vingt-cinq (125) ou il descend à soixante-quinze (75), mais vous voyez dans la ligne de bas que le rendement à l'actionnaire est beaucoup moins volatile que dans l'exemple précédent.

Alors, quand on parle de risque financier, on parle de volatilité dans le rendement des actionnaires qui est engendrée par la présence des coûts fixes reliés à la dette. C'est ça le risque financier; puis ça, ça n'a absolument rien à voir avec la garantie gouvernementale. La garantie gouvernementale est très précieuse pour amenuiser le coût de la dette mais ça n'a aucun impact sur la situation des actionnaires.

Alors, l'effet de levier c'est ça, c'est la volatilité du rendement des actionnaires. Alors, je voulais que ça soit très bien clarifié, ça.

M. ANTHONY FRAYNE :

Docteur Morin, en fait, ce tableau-là, est-ce qu'on l'a déjà dans votre présentation ou c'est une nouvelle, est-ce qu'on pourrait le faire déposer, s'il vous plaît, comme pièce?

Me F. JEAN MOREL :

Nous, malheureusement, n'avions pas de copie, de photocopie ce matin mais on va s'assurer que les copies sont faites à la pause et ça sera déposé comme complément à la présentation du docteur Morin.

M. ANTHONY FRAYNE :

Si j'étais gentil, je dirais prenez-vous un engagement et vous pourrez répondre dans quelques minutes mais ça va augmenter votre cote mais c'est peut-être pas nécessaire.

Me F. JEAN MOREL :

C'est ça, un rendement incitatif, c'est comme ça qu'on va finir par me rémunérer, je pense, pour cette cause-là, si ça continue.

LE PRÉSIDENT :

Ça serait un effet de levier.

Me F. JEAN MOREL :

Pendant que je suis debout, j'avais indiqué que

j'avais quelques questions, la deuxième est également pour le docteur Morin, lors du contre-interrogatoire on a porté son attention à la pièce HQT-8, document 3.5 qui est le rapport d'une firme de notation de crédit sur Hydro One.

- 118 Q. Et, Docteur Morin, vous vous souviendrez qu'on a porté également votre attention sur le taux de rendement approuvé en date de juin deux mille (2000), si je ne m'abuse, qui était de neuf virgule quatre-vingt-huit pour cent (9,88 %).

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. D'accord, le taux de rendement accordé à Hydro One, il est de neuf point neuf pour cent (9.9 %), là, si on arrondit. Mais cependant, à ce taux de rendement-là, s'appareille, il y a une structure de capital qui est beaucoup plus forte que celle de TransÉnergie, et si on revient à la question de maître Fortin ce matin là sur l'effet du risque financier sur le rendement, c'est à peu près dix points de base là, en *grosso modo* pour chaque pourcentage de ratio d'équité qui va en augmentant.

Alors, si on fait l'ajustement de neuf point neuf (9.9), là, il correspond à peu près à quelque chose comme onze pour cent (11 %) si Hydro One avait la même structure de capital que TransÉnergie.

Alors, c'est relié un peu avec le tableau dont il était question tantôt là, on voit que dans le cas hypothétique de Hydro-Québec, là, que le rendement aux actionnaires est beaucoup plus volatile, donc il y a beaucoup plus de risques, donc le rendement accordé devrait être beaucoup supérieur comparativement à la deuxième page qui s'applique pas mal à Hydro One où on voit que le taux de rendement est beaucoup moins volatile.

Alors, quand on compare à des taux de rendement autorisés par différents tribunaux, il faut faire attention à ce qu'on... à s'assurer qu'on compare pas des pommes avec des oranges, là, le neuf point neuf (9.9) il est "matché" avec une structure de capital à quarante-cinq pour cent (45 %) d'équité. Alors que pour nous, à TransÉnergie, on a seulement trente pour cent (30%) d'équité. Alors, si on fait l'ajustement, on se rapproche de onze pour cent (11%).

119 Q. Onze (11), très bien. Merci.

M. ANTHONY FRAYNE :

Excusez-moi, est-ce que vous permettez que je reviens avec une question à...

Me F. JEAN MOREL:

Je vous en prie.

M. ANTHONY FRAYNE :

- 120 Q. Vous allez vite, docteur Morin, donc je vais lire les notes sténographiques pour suivre. Mais juste sur le coup, je dis, suppose peut-être ça va enfoncer le clou chez moi, si j'avais une compagnie tout à fait comparable avec TransÉnergie en terme de risque et tout ça mais qui n'a pas la garantie et j'ai une certaine structure de capital qui est considérée optimale, un certain coût de la dette qui respecte le marché et un rendement sur l'avoir-propre.

Maintenant, ça devient peut-être une compagnie publique et le gouvernement garantit sa dette. Quelle des variables est-ce que ça risque... ça devrait affecter selon vous? Le coût de la dette ou la structure de capital ou le taux de rendement sur l'avoir-propre, ou le tout?

Dr. ROGER A. MORIN :

- R. L'impact majeur est le coût de la dette. Si TransÉnergie, par exemple, n'avait pas la garantie gouvernementale, son profil financier, ratio de couverture des intérêts, ratio d'avoir-propre, et cetera, ressemble beaucoup à un B++ low et on aurait donc une cote d'obligation qui serait de l'ordre de B++ low versus le simple A qu'on a.

Alors, on voit que ça a un impact considérable là sur

le coût de la dette, c'est-à-dire la différence, le "spread" entre les obligations cotées A et les obligations cotées B++ low, qui peut être considérable dans les moments turbulents sur les marchés financiers, ça peut être de l'ordre de cent (100) points dans les moments difficiles sur les marchés financiers.

Donc, la réponse c'est que ça a un impact considérable sur le coût de la dette mais très peu sur le risque financier qui, lui, est relié à la volatilité du taux de rendement qui est engendré par la présence de charge fixe, que la dette soit garantie ou non.

M. PAUL ROBILLARD :

- R. Si je peux me permettre, Monsieur Frayne, ce qu'il faut comprendre c'est que, comme l'a mentionné docteur Morin, la présence de la garantie gouvernementale est au bénéfice des payeurs de tarifs et uniquement au bénéfice des payeurs de tarifs. L'impact de la présence de cette garantie-là se répercute sur le coût de la dette.

Et peut-être un point également que j'aimerais apporter, en raison d'un paquet de motifs au Canada, si Hydro-Québec avait une cote de crédit, comme docteur Morin le mentionnait, là, une cote de crédit

de BBB, il est à peu près certain qu'on n'aurait pas pu financer les activités de la compagnie dans le marché canadien, on n'aurait pas eu accès au marché canadien parce que ce marché a un horizon ou un éventail de crédit acceptable.

Ceci est en train de changer, là, mais si je regarde au cours des vingt (20) dernières années, les investisseurs, règle générale, commençaient à investir dans des titres corporatifs à partir d'une cote A.

Dans certains cas très spécifiques, on pouvait peut-être trouver des investisseurs qui "s'aventuraient", entre guillemets, dans les cotes plus faibles, mais le nombre, l'éventail d'investisseurs qu'on a, qui peuvent être intéressés à ce type de crédit, est nettement plus récent au Canada.

Comme vous avez, aux États-Unis, il y a un marché, il y a un marché pour titres à faible cote de crédit qui n'existe pas au Canada et qui... même si bien des courtiers se sont essayés à développer un tel marché, il n'y a pas d'intérêt de la part des investisseurs au Canada.

Dr. ROGER A. MORIN :

R. Maintenant, un autre impact de la garantie c'est sur

non seulement le coût de la dette mais les conditions sur lesquelles on peut émettre des obligations, échéance, clause de rachat, fonds de... de "sinking fund" là, fonds de remboursement, les frais d'émission. Alors, il y a un paquet d'intangibles ou de facteurs qualitatifs qui aussi doivent être considérés. Et la garantie gouvernementale a un impact favorable là-dessus.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

- 121 Q. Tu permets, Tony? Puisqu'on compare Hydro One et on parle d'Hydro One, est-ce que, quand les ontariens vont chercher des sous pour... comme Hydro le fait, est-ce que Hydro One est séparée de la production ou est-ce que c'est l'ensemble? Je ne sais pas à quel point, là, j'ai un peu de misère à suivre par rapport à ce qui se passe en Ontario, je pense que le secteur nucléaire a été vendu aux Anglais mais je ne suis pas certain là. Mais quand... ce qui était à Hydro Ontario va chercher de l'argent, est-ce que c'est un peu comme Hydro-Québec ou si c'est...

M. PAUL ROBILLARD :

- R. C'était le cas, c'était le cas jusqu'en quatre-vingt-dix-huit (98), je pense.
- 122 Q. Oui.
- R. Je pense que c'est à ce moment-là qu'on a segmenté Hydro, l'ancien Ontario Hydro en trois ou quatre

différentes entreprises. Hydro One est une entreprise qui n'opère que dans le secteur des...

123 Q. TD.

R. ... des fils là.

124 Q. Oui.

R. Exactement. Et, donc, c'est complètement séparé de Ontario Power Generation qui est le détenteur des actifs de production de l'ancienne Ontario...

125 Q. O.K. Si mon point... je ne sais pas si vous comprenez mon point mais mon point est le suivant, c'est que quand Hydro One va chercher de l'argent, c'est plus comme une entreprise intégrée, c'est comme ce qui en reste...

R. Exact.

126 Q. ... versus Hydro-Québec. C'est parce que j'essaie de faire le lien entre le ratio que vous donniez, le fait qu'ils sont pas structurés comme Hydro-Québec mais Hydro-Québec c'est une entreprise structurée intégrée, alors, on n'est plus en face d'une entreprise intégrée en Ontario dans le sens qu'on l'a au Québec.

Donc, je me demande juste si on peut effectivement, dans le cas que vous citiez, Docteur Morin, comparer Hydro One avec Hydro-Québec sur le marché des emprunts par rapport au 30/70 ou 45/55, je pense que c'est en Ontario, là. Parce que dans les faits, on ne parle plus de la même, tout à fait du même genre

d'entreprise, non?

Dr. ROGER A. MORIN :

R. La réponse, je pense, c'est qu'on peut difficilement comparer Hydro-Québec à Hydro One. Hydro One c'est un "pure play".

127 Q. Oui.

R. C'est un T&D, un "wires business", là, qu'on appelle et qui se compare avantageusement à TransÉnergie qui est l'objet des audiences ici.

128 Q. Ça doit se comparer à TransÉnergie et Hydro-Québec Distribution.

R. Oui, d'accord.

129 Q. On ne peut pas séparer si...

R. Les deux, oui.

130 Q. ... c'est un "wires", c'est les deux bouts pareil.

R. Oui, c'est les deux. Mais Hydro One c'est un "pure play" qui fait cavalier seul sur les marchés financiers, qui émet sous sa signature.

131 Q. Ce qui n'est pas le cas pour Hydro-Québec Intégrée ici...

R. D'accord...

132 Q. ... chapeaute le T&D québécois. D'accord, O.K., c'était ça ma précision, merci.

R. Merci.

Me F. JEAN MOREL:

Alors, ça complète le réinterrogatoire. Merci,

Monsieur le Président.

LE PRÉSIDENT :

D'accord. Alors, je comprends qu'il n'y a plus de questions pour ce panel-ci, qu'on peut maintenant libérer, sauf évidemment notre grand amour, monsieur Bastien, qu'on garde avec nous jusqu'à la fin.

Me F. JEAN MOREL:

Mais on lui dit que c'est une libération conditionnelle.

LE PRÉSIDENT :

Ah bon, le terme va rester.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

C'est comme un prisonnier, on le laisse sortir la fin de semaine.

LE PRÉSIDENT :

Merci, messieurs. Comme il est onze heures moins vingt-cinq (10 h 35) et que ça va être le tour maintenant de la preuve de la Coalition, on va suspendre pendant quinze (15) minutes, donc jusqu'à moins dix (10 h 50).

SUSPENSION DE L'AUDIENCE

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PANEL 1 - THÈME 3
HYDRO-QUÉBEC
Ré-int. - Me F. Jean Morel

(10 h 55)

REPRISE DE L'AUDIENCE

LE PRÉSIDENT :

Alors, c'est maintenant la preuve de la Coalition.

Alors, Maître Sarault, on vous écoute.

PREUVE DE LA COALITION INDUSTRIELLE - THÈME 3

Me GUY SARAULT :

Oui, merci, Monsieur le président, Messieurs les régisseurs. Alors, nous avons pour la preuve de la Coalition, monsieur Berkowitz, monsieur Boulanger. Alors, nous avons pour la preuve de la Coalition un panel composé de cinq témoins que je vais présenter en commençant par la gauche. Alors, il y a d'abord monsieur Pierre Vézina, qui est de l'AIFQ et qui va être ici pour témoigner des passages du Mémoire pertinent au thème qui nous intéresse.

Ensuite, il y a monsieur Luc Boulanger qui est Directeur exécutif de l'Association québécoise des consommateurs industriels d'électricité, qui est ici pour le même but, passages du Mémoire pertinent au thème qui nous intéresse. Ensuite, il y a le docteur Michael Berkowitz qui est ici pour la présentation de notre preuve d'expertise sur le taux de rendement.

Ensuite, il y a le docteur Zak El-Ramly qui est ici pour la présentation de la preuve d'expertise sur le risque d'affaires, le risque de TransÉnergie.

Ensuite, le docteur Lawrence Booth qui est le collègue du docteur Michael Berkowitz et qui est ici comme co-expert sur la question du taux de rendement.

Alors, avant de commencer la présentation de notre preuve, je voudrais simplement attirer l'attention de la Régie que nous avons été un petit peu pris de court, for lack of a better word, par le trans-questionnement hier de maître Neuman qui a été suivi par les questions de la Régie sur la question de la fermeture de livres.

Nous étions sous l'impression que la question de la fermeture de livres serait abordée dans le cadre du thème numéro 4 du revenu requis. Et c'est ce qui explique que je n'ai posé aucune question hier au panel de Hydro-Québec sur cet aspect-là du dossier. Alors, compte tenu qu'on est passé, comme monsieur Bastien l'a dit, de la question d'opportunité à de la preuve, même d'expert, sur cette question-là, je vais demander à mes témoins de formuler certains commentaires quant à cet aspect-là du dossier.

Alors, la preuve de la Coalition, vous savez nous avons produit un Mémoire comme pièce Coalition-1,

document 1. Alors, au tout début, j'avais l'intention de limiter cette preuve au thème numéro 4 qui est celui du coût en capital que l'on retrouve aux pages 16 et 17 du Mémoire, mais j'y ajoute maintenant l'item 3 qui va des pages 13 à 16 du Mémoire et qui, lui, est intitulé * Fermeture réglementaire des livres et traitement des trop-perçus +. Alors, voilà une petite extension à notre présentation que nous n'avions pas prévue à l'origine.

Me PIERRE R. FORTIN:

Est-ce que je pourrais me permettre, je m'excuse, d'interrompre mon confrère. Je veux bien préciser une chose. Évidemment, quand on a abordé la question de fermeture réglementaire de livres, c'est en termes d'implication, d'impact sur l'évaluation du risque. Ce n'était pas nécessairement pour couvrir l'ensemble des éléments qu'implique une fermeture réglementaire de livres. Alors, on l'a abordée dans le sens de l'expertise qui pouvait être obtenue quant à la présence d'un tel mécanisme au niveau de l'impact vis-à-vis des agences de crédit ou autres et de l'évaluation des divers risques. Et ça a été limité à cet aspect-là, pour nos fins à nous.

Me GUY SARAULT :

Cependant, le seul inconvénient, c'est que les réponses du témoin ne se sont pas limitées à cet

aspect-là. Il a pris la liberté de dire qu'il était contre ça, etc., que ce n'était pas opportun. Alors, on se trouve un peu à être forcé d'en parler. Écoutez, je n'en tiens rigueur à personne, là. C'est des choses qui arrivent des fois en audience.

LE PRÉSIDENT :

C'est quand la porte s'ouvre, c'est difficile de contenir des fois les...

M. JEAN LACROIX :

Oui, Jean Lacroix pour le RNCREQ. Juste m'assurer dans le thème 4, si on a à revenir éventuellement, je ne dis pas que c'est ce qu'on va faire, là, j'imagine qu'on pourra revenir sur la fermeture de livres. Nous aussi, on avait compris comme maître Sarault ce thème-là au niveau du thème 4.

LE PRÉSIDENT :

Bien sûr. Je pense que c'était prévu pour le thème 4. Maintenant, il y a eu des débordements hier, puis on vit avec ça.

Me GUY SARAULT :

Alors, deuxième question d'intendance, si je peux m'exprimer comme suit et de façon à ne pas interrompre la présentation des témoins. Au-delà de la preuve écrite qui a été déposée au dossier, il y a

des courtes présentations qui vont être faites ce matin. Alors, il y a trois documents de présentation que j'aimerais produire immédiatement et coter. Et nous allons les circuler également de façon à ce que nous puissions rouler rondement par la suite.

Alors, le premier document de présentation qui est intitulé * Impact transport +, ça sera la pièce Coalition-1, document 3. Il n'a qu'une seule page et ça sera la présentation de monsieur Luc Boulanger qui est du panel relatif au Mémoire.

COALITION-1, doc. 3 : Document de présentation intitulé * Impact transport + présenté par Luc Boulanger pour la Coalition industrielle.

Le deuxième document de présentation qui est intitulé * air Return for TransÉnergie +. C'est la présentation des docteurs Booth et Berkowitz. Alors, nous allons coter ce deuxième document de présentation comme pièce Coalition-2, document 3.

COALITION-2, doc. 3 : Document de présentation intitulé * Fair Return for TransÉnergie +, présenté pour la Coalition industrielle par

les docteurs Booth et
Berkowitz.

Enfin, le troisième et dernier document de
présentation qui est intitulé *The Absence of
Material Business Risk+ sera le document de
présentation du docteur Zak El-Ramly. Et il est déjà
coté à la dactylo Coalition-4, document 4.

COALITION-4, doc. 4 : Document de présentation
intitulé * The Absence of
Material Business Risk +,
présenté pour la Coalition
industrielle par le Dr Zak
El-Ramly.

Alors, pour fins de clarification, je voudrais
signaler, comme je l'ai fait antérieurement, que
notre système de cote des pièces est que les cotes
principales se rapportent au document principal.
Comme Coalition-1, c'était le Mémoire et tout ce qui
vient se rajouter au Mémoire ou aux témoins du
Mémoire, c'est des documents additionnels, 1, 2, 3.
Même chose pour nos expertises. Alors, lorsqu'un
document, Coalition-2, document 3, est produit, c'est
qu'il vient s'ajouter à l'expertise qui porte le même
numéro de cote principal, pour fins de clarté.

Alors, maintenant que la paperasse a été circulée, je pense que nous pouvons procéder à l'assermentation des témoins.

L'AN DEUX MILLE UN (2001), ce vingt-cinquième (25e) jour du mois d'avril, ONT COMPARU :

LAWRENCE D. BOOTH, Professor of Finance, University of Toronto, Newcourt Chair in Structured Finance;

ZAK EL-RAMLY, President, ZE PowerGroup Inc., Vancouver, B.C.;

MICHAEL K. BERKOWITZ, Professor of Economics, University of Toronto, incoming Chair of the Department of Economics;

LESQUELS, après avoir fait une affirmation solennelle, déposent et disent ce qui suit :

LUC BOULANGER;

PIERRE VÉZINA;

LESQUELS, étant sous la même affirmation solennelle, déposent et disent ce qui suit :

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Just a small technical point, every time you use the microphone, you have to open and close it, otherwise, we constantly have feedbacks. So, make sure you close the microphones. And there is obviously one that is open on your side somewhere.

INTERROGÉS PAR Me GUY SARAULT :

Ça va? Alors, maintenant que nos témoins sont assermentés, évidemment, il y a sur le panel trois témoins que nous présentons comme experts. Alors, je voudrais d'abord, dans le cas de monsieur Zak El-Ramly...

- 133 Q. Dr. El-Ramly, do you have your resume with you, your curriculum vitae, because I would like to introduce you as an expert, so maybe you could give us an outline of your qualifications and experience relevant to your expert presentation in this case. And your resume has already been filed as exhibit Coalition-4, document 2, appendix 2.

LE PRÉSIDENT :

Juste avant qu'il commence, pouvez-vous me dire ce que j'ai toujours de la difficulté, à savoir dans quel champ précis vous voulez le faire reconnaître.

Me GUY SARAULT :

Sur le risque de TransÉnergie, un témoignage sur

l'environnement, le profil de risque de TransÉnergie.

LE PRÉSIDENT :

Comme un expert en business risk.

Me GUY SARAULT :

Bien, il va l'expliquer plus amplement. C'est un témoin qui a une connaissance approfondie de l'industrie de l'hydroélectricité. Il a été chez BC Hydro pendant plusieurs années, chez Powerex, etc. Et de par ses connaissances de l'industrie électrique, il peut se prononcer sur le profil de risque de TransÉnergie par rapport à d'autres entreprises dans l'industrie de l'énergie.

LE PRÉSIDENT :

Alors, on va le qualifier éventuellement si...

Me GUY SARAULT :

Expert sur le profil de risque de TransÉnergie.

- 134 Q. Alors, could you please, Dr. El-Ramly, give us a brief outline. Et évidemment, on pourra, je répète pour le bénéfice de tout le monde, pour mieux suivre, le résumer, the resume of Dr. Zak El-Ramly, if you will allow me, was filed as part of his responses to the information requests which had been submitted on his business risk analysis, and more specifically it constitutes Appendix 2 of exhibit Coalition-4,

document 2. So has everybody found the resume of Dr. Zak El-Ramly? So, Dr. El-Ramly, could you please give us a brief outline of your qualifications and experience relevant to your expert presentation in this case?

A. Thank you. I am a Doctor in Engineering, Mechanical Engineering. I joined BC Hydro in nineteen ninety-seven (1997), after doing a couple of years of teaching at Carleton University. And I left BC Hydro in nineteen ninety-five (1995) to start my own consulting firm.

135 Q. I think you said nineteen ninety-seven (1997), did you say nineteen eighty-seven (1987) or ninety-seven ('97)?

A. I left Carleton in nineteen seventy-seven (1977), so seventy-seven ('77), and joined BC Hydro for about seventeen (17) or eighteen (18) years and I left BC Hydro in nineteen ninety-five (1995) to start a consulting firm, a consulting practice. We are a strategic consulting firm...

136 Q. Would you speak slower, it is very important that you speak slower...

A. That is my life story. We are a strategic consulting firm. We specialized in helping entities, utilities, large consumers, municipal, power pools, make the transition from a regulatory environment to a competitive environment. We develop market overview, regulatory overview, regulatory restructuring

principles. We develop risk management policies and procedures. We develop credit risk management, programs. We actually have a computer program that looks at credit risk and we do project finance evaluation and project finance support.

When I left Powerex, I was the Vice President, Executive Vice President of Marketing. Before that, I was one of the first Vice Presidents to be hired, Vice President Development, and we helped establish Powerex. At BC Hydro, I was quite fortunate to have held a number of managerial positions, all related to the business of the company. I was the Manager of Residential, Commercial Energy Management, Commercial and Residential Marketing. I became a Manager of Rates, Forecasting, Load Research. I became the Manager of Business Development, Policy Development and I acted on the Corporate Management Committee for a number of years.

And I believe with my academic background, my exposure to BC Hydro and my consulting, I have a good feel for the dynamics of the industry, how it is evolving, how the risk is changing with time and that is why I feel comfortable giving you my views on how to evaluate the risk of the business.

Me GUY SARAULT :

Alors, est-ce que Hydro-Québec ou des intervenants ont des questionnements sur les qualifications du docteur El-Ramly?

LE PRÉSIDENT :

Alors, Maître Morel.

CONTRE-INTERROGÉ PAR Me F. JEAN MOREL :

Merci bien, Monsieur le président.

137 Q. Dr. El-Ramly, good morning.

A. Good morning.

138 Q. I will be referring to the resume that your counsel, Maître Sarault, brought to our attention and I will be going through it with you if you do not mind and ask you a few questions. You are currently with the ZE PowerGroup, well, President, it says here, with the ZE PowerGroup Inc.?

A. Yes.

139 Q. Which is a consulting firm as it is indicated on your resume, specializing in electricity deregulation and competitive strategy for emerging markets, that is how you describe it?

A. Right.

140 Q. And you have been with the ZE PowerGroup or established the ZE PowerGroup in nineteen ninety-four (1994); that is correct?

A. Yes.

141 Q. At which time you appear to have been also at Powerex because it says here that you are at Powerex from nineteen ninety (1990) to nineteen ninety-five (1995)?

A. I think there is a subtle difference there. The company started in December of nineteen ninety-four (1994) and was incorporated in nineteen ninety-five (1995). I informed Powerex of my departure in early January of nineteen ninety-five (1995), so that is a four-month...

142 Q. A small overlap, then?

A. Right.

143 Q. At Powerex, you indicated you were Executive Vice President, when you left, of Marketing, and prior to that had been Vice President of Development. And I guess in the marketing, you were responsible for sales, long-term contract negotiations and resource acquisition and for managing the daily activities, I guess, of the marketing functions or...

A. The company started small. When I joined the company, there was only two or three of us and then, we grew to about thirty (30) by the time I left and I was also responsible for the FERC application, to get the power license for Powerex. I was involved in the RTO development at the beginning, it was called RTC at the time, the transmission groups...

144 Q. Until...

A. Until I left, yes.

- 145 Q. Until you left in nineteen ninety-five (1995)?
- A. Right. So I was involved in the regulatory process of...
- 146 Q. When was Powerex established again?
- A. Nineteen eighty-nine (1989), if I remember correctly.
(11 h 15)
- 147 Q. Eighty-nine ('89). When you said here you left -- maybe you can correct that or explain to me, in the description from nineteen ninety (1990) to nineteen ninety-three (1993), it reads, "lead the developed short-term electricity market", that would be "lead the development" or...
- A. Powerex when we started, we developed the concept where we would have a power pool operating in BC, and I lead the development of that concept.
- 148 Q. Okay. "lead and developed", it should read, I guess?
- A. Yes, "lead and developed", yes.
- 149 Q. Okay. I guess you have, I see your, on the next page, among your memberships, you are a member of the Association of Professional Engineers of British Columbia, and I understand from the information you have given us with respect to your education that you are trained as an engineer and you even have a doctorate in mechanical engineering, that is correct?
- A. That is correct.
- 150 Q. Okay, and that is your academic training then?
- A. That is my basis training, yes.
- 151 Q. Okay. And your regulatory experience as it is

described in your C.V. is basically, has been mostly, I would say, acquired as a consultant since nineteen ninety-three (1993), before that, I guess you were acting as a witness for your employer?

A. Yes.

152 Q. Okay.

A. Yes, I was a expert witness for BC Hydro for several of its applications to the Commission.

153 Q. Right, I see that, in nineteen ninety-two (1992) for example?

A. Right.

154 Q. Okay.

A. And I represented Powerex and BC Hydro in front of the BCUC, in front of the California Public Utilities Commission, the California Energy Commission. I made submissions to FERC on behalf of BC Hydro.

155 Q. Okay, yes. As I say, for your employer then, at that time?

A. Yes, he paid me to, yes.

156 Q. You have arrived, I have concluded that you were trained in Engineering, do you have any formal training in finance, or financial analyses?

A. Not formal, I picked that up from my managerial position at BC Hydro.

157 Q. Okay. Any teaching experience?

A. Yes. I taught in Carlton and I taught in Egypt.

158 Q. In finance or in business risk, or in engineering?

A. Not in financial business risk, but I do a number of

workshops and I have been doing a number of conferences over the years, and we do Finance, and we do futures, and we do a lot of business related, actually most of our work now is business related rather, and financial related rather than engineering. The firm does not do any engineering work, it does financial evaluations, market risk, business risk, market structure.

159 Q. Okay. Have you ever published works or papers on the evaluation of business risk for a regulated utility?

A. No, I didn't publish.

160 Q. Okay. And I understand from your response to Question 7.1, that is in Exhibit Coalition-4, Doc. 2, that you have not previously testified before any regulatory boards on the question, on the evaluation of business risk for a regulated utility?

A. If you want to qualify it that way, you could say it is right, but I actually, most of my evaluation, I look at the business risk from a global perspective, not from the numbers and quantification but from a qualification perspective. Every issue you submit to the Commission, it really deals with the risk of the business and how the business is going to evolve, or how the issues are going to evolve. So it is a matter of semantics, in my judgement actually. But I don't do quantitative work on financial analysis.

Me F. JEAN MOREL :

Okay, no, I don't deny that your written evidence deals with, partially with business risk analysis, I guess these questions are just to ascertain, or establish, or help the Régie in determining if you are an expert in the field of evaluation of business risk for TransÉnergie, as your counsel has indicated.

Alors ça complète mes questions, Monsieur le Président, je ne sais pas si d'autres parties ont des questions?

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que d'autres intervenants ont des questions sur les compétences de monsieur Zak El-Ramly? Non? Alors est-ce que vous aviez une argumentation à faire valoir?

Me F. JEAN MOREL :

Oui, des représentations à vous faire valoir. Il est de la notion reconnue d'un expert, je soumetts à la Régie que monsieur El-Ramly, quoiqu'il ait de l'expérience en, relative aux industries réglementées et en réglementation en général, ne peut pas cependant, de par et sa formation et son expérience de travail et possiblement l'absence de recherches, de publications antérieures, et jusqu'à un certain point également son absence d'expérience en matière de témoignage

dans ces questions de l'évaluation du risque d'affaires, on peut, comme je dis, lui reconnaître des connaissances dans le domaine mais pas pour autant lui accorder le statut d'expert. Merci.

Me GUY SARAULT :

Avec tout le respect que je dois à mon confrère, je pense qu'il confond la notion de * expert témoin + avec celle de * témoin expert +. Il est peut-être vrai que le docteur El-Ramly n'est pas un habitué des tribunaux ou des organismes de réglementation comme peut l'être le docteur Morin pour venir témoigner sur des sujets particuliers; cependant, je pense que son curriculum vitae est éloquent quant à sa connaissance approfondie de l'industrie de l'électricité dans des positions de terrain, là où lui a été appelé à gérer, en toutes sortes de capacités, les opérations quotidiennes, incluant la réglementation, d'une grande entreprise hydroélectrique canadienne qu'est BC Hydro.

Il a une connaissance aussi de la réglementation pour avoir comparu lui-même comme témoin et avoir à répondre aux questions des avocats et des tribunaux administratifs sur l'ensemble des opérations de BC Hydro, incluant évidemment le profil de risque de l'entreprise. Il a lui-même piloté certains dossiers réglementaires, notamment auprès de la FERC, et vous

voyez qu'il a aussi déjà comparu devant la Régie de l'énergie, où son statut d'expert a été reconnu, notamment comme expert témoin, témoin expert de James McLaren dans la proposition sur le tarif de fourniture, la R-3398-98. Il a également donné un témoignage d'expert dans la cause 3405 sur les principes réglementaires.

Je pense qu'en matière financière, j'ai pris bonne note du fait que dans ses positions de Manager, Business Development et également dans ses positions chez Powerex, il a acquis des connaissances financières qui lui permettent de faire l'interrelation entre le risque d'affaires et les autres aspects du profil de risque d'une entreprise réglementée.

Alors je vais donner comme exemple, par le passé, nous avons déjà eu, pour l'Association des consommateurs industriels de gaz, pour contrer justement des témoignages comme celui du docteur Morin, sur la question du profil de risque, le témoignage de monsieur Peter Milne, qui était un individu qui était très familier avec l'industrie gazière, qui n'était pas un témoin professionnel qui fait le circuit des tribunaux administratifs mais qui avait, comme gestionnaire dans l'industrie du gaz, une expérience considérable de terrain et qui connaissait bien l'industrie, et qui était capable de

venir parler des risques associés à la demande, les risques associés aux approvisionnements, et cetera, tous les aspects, finalement, les caractéristiques d'exploitation d'une entreprise réglementée qui peuvent influencer sur son risque.

Et la Régie avait, à chaque occasion, reconnu son expertise. Et je me permettrai d'ajouter que le docteur Morin, qui se prononce, lui, sur le risque de TransÉnergie, son expertise, elle est en Corporate Finance, docteur Morin n'a jamais exploité d'entreprise d'électricité, n'a jamais été un manager sur le terrain pour exploiter et opérer une entreprise réglementée.

Alors il parle de sa chaire de professeur, il parle en théorie, mais je pense que les connaissances pratiques de quelqu'un comme le docteur El-Ramly dépassent probablement très largement celles du docteur Morin en matière de risques d'affaires, en matière de risques opérationnels, en matière du quotidien d'une entreprise réglementée.

Alors pour ces raisons-là, je dirais que non seulement devrait-il être reconnu comme témoin expert mais que ses connaissances dépassent largement celles de l'expert témoin Morin sur les questions de profil de risque, qui sont pas mal plus éloignées de son

expertise pointue en finance.

Me F. JEAN MOREL :

Monsieur le Président, je ne voulais pas faire de débat sur, et je l'ai indiqué, sur les connaissances que peut avoir le docteur El-Ramly sur les industries réglementées et l'électricité. Je ne nie pas son expérience qui date de mil neuf cent soixante-dix-sept (1977) chez BC Hydro et chez Powerex, c'est effectivement des compagnies qui sont dans le secteur de l'électricité, je l'ai reconnu.

Si mon confrère veut conclure qu'il s'agit là d'une expérience de terrain valable, intéressante, et qu'on a tous intérêt à entendre et à partager avec le docteur El-Ramly, je n'ai pas de problème. C'est la qualification de témoin expert dans exactement la matière que mon confrère a identifiée, étant l'évaluation du risque d'affaires de TransÉnergie.

Quand on parle d'expertise, j'aimerais rappeler à maître Sarault qu'il s'est empressé de reconnaître le statut de témoin expert du docteur Morin avant même que celui-ci ne témoigne hier...

Me GUY SARAULT :

Je suis moins malcommode que vous.

Me F. JEAN MOREL :

... il m'entendra probablement... bien ça, je vous ai mis tout le monde en garde dès les premiers jours.

LE PRÉSIDENT :

On a pu constater.

Me F. JEAN MOREL :

Que je vous avais mis en garde ou que je l'étais dans le fond?

LE PRÉSIDENT :

Les deux.

Me F. JEAN MOREL :

Pour ce qui est, et je peux donner la primeur à mon confrère, j'ai l'intention moi aussi de reconnaître le statut de témoin expert et l'expertise des docteurs Booth et Berkovitz en matière de taux de rendement, parce que le thème 3, il faut se rappeler qu'est-ce que c'est, ce n'est pas de partager nos expériences réglementaires, ce n'est pas de partager nos expériences de terrain, le thème 3 est sur la structure de capital et le taux de rendement.

Et l'évaluation du risque d'affaires est un élément important dans les sujets dont on doit traiter sous le thème 3. Et je prétends que la Régie a intérêt, et

c'est ce que les parties ont fait, à présenter, à entendre des témoins experts, et c'est ce que les parties ont fait, présenter des témoins experts.

Je soumetts cependant qu'en matière d'évaluation de risques d'affaires, le docteur El-Ramly, par sa formation, par son expérience pratique, par son absence de recherches, de publications, d'expérience de témoin sur ces questions, ne devrait pas être reconnu comme un témoin expert, même s'il l'a été dans d'autres causes au moment où, devant cette même Régie, au moment où il témoignait sur d'autres sujets, le tarif de fourniture ou les principes réglementaires, contrairement aux sujets bien pointus et bien techniques de la structure de capital et du taux de rendement. Merci.

LE PRÉSIDENT :

Juste avant de vous asseoir, Maître Morel, il me semble que dans votre argumentation, vous faites la distinction, dans le fond, entre l'homme de métier, qui a une vaste expérience dans un domaine spécialisé, et l'expert. Mais en bout de ligne, l'homme de métier qui est très spécialisé, est-ce qu'il ne donne pas aussi son opinion, est-ce qu'il ne donne pas, à partir de ses connaissances, est-ce qu'il ne fait pas partager au Tribunal toutes ses connaissances?

C'est parce que, en bout de ligne, j'essaie de vous suivre dans votre raisonnement mais il me semble qu'on est dans un domaine où il y a une zone grise qui est quand même...

Me F. JEAN MOREL :

Non, on se rapproche peut-être...

Me GUY SARAULT :

Et j'ajouterais ceci, qu'il a été mis en preuve que le docteur El-Ramly a une expérience réglementaire, autant à l'époque où il était chez BC Hydro et Powerex, devant le BCUC, devant la FERC et aussi devant la Régie, il a témoigné. Il connaît les mécanismes de la réglementation, il connaît les enjeux d'une entreprise réglementée, il l'a dit lui-même qu'il se sentait très confortable avec ces questions-là. Alors on ne peut pas non plus escompter ça, il a les deux : une expérience de terrain plus une expérience réglementaire.

LE PRÉSIDENT :

D'accord.

Me F. JEAN MOREL :

Juste pour répondre à cet égard-là moi aussi, je ne me prétends pas expert en taux de rendement ou en évaluation de risque d'affaires, et j'ai une grande

expérience devant les tribunaux quasi-judiciaires de réglementation économique. Alors je ne pense pas que c'est le critère. Pour revenir à ce que vous disiez, Monsieur le Président, effectivement...

LE PRÉSIDENT :

C'est le propre des avocats d'être humble.

Me F. JEAN MOREL :

Oui? Bon bien, merci. Pour revenir à ce que vous disiez, je pense que vous me donnez raison, qu'il y a lieu de faire une distinction entre un expert et un homme de métier, et que si on veut prétendre à la Régie qu'on vous présente deux représentants d'associations, qui ont beaucoup d'expérience de terrain aussi, qui sont de grands hommes de métier, et deux experts, moi, je prétends que ce n'est pas trois experts qu'on vous présente, c'est deux experts et trois hommes de métier.

Et si vous faites cette distinction-là, et si la Régie est prête à l'admettre, moi aussi. Et la preuve sera appréciée en conséquence.

LE PRÉSIDENT :

Mais sauf que la question que je vous posais, c'était quelle est la différence en bout de ligne? Parce que les deux vont donner leurs points de vue en fonction

de leur expérience et de leurs connaissances. Tout ce que je sais, c'est qu'il y a une zone grise qui est très, où l'homme de métier et l'expert se rejoignent beaucoup, puis c'est difficile, dans la jurisprudence, de cerner très clairement entre l'un et l'autre. Vous n'avez pas rien à rajouter?

Me F. JEAN MOREL :

Non, je n'ai rien à rajouter.

LE PRÉSIDENT :

Nous allons suspendre pendant quelques minutes.

SUSPENSION DE L'AUDIENCE

REPRISE DE L'AUDIENCE

DÉCISION SUR LA QUALITÉ D'EXPERT DU Dr. EL-RAMLY

LE PRÉSIDENT :

Alors, voici la décision de la Régie sur la reconnaissance de monsieur Zak El-Ramly. Si on se réfère au document Coalition-4, document 2, qui sont des questions d'Hydro-Québec, on constate que monsieur Ramly n'a jamais été reconnu comme expert dans le domaine de * *Evaluation of business risk for regulated utility* +.

Alors, quand on regarde aussi son c.v., son expérience, sa formation, on constate qu'il a une très grande pratique dans le domaine et ça intéresse évidemment la Régie de l'entendre mais on a de la difficulté à lui accorder la qualité d'expert. Alors, on va l'entendre comme un homme de métier très spécialisé dans le domaine, qui a beaucoup d'expérience à nous faire partager mais on peut difficilement le reconnaître sur la question spécifique du profil de risque parce que c'est là-dessus qu'il ne nous a pas convaincu, la preuve nous apparaît insuffisante pour nous convaincre qu'il est un expert sur ce domaine-là spécifique. Alors, c'est la décision de la Régie.

Me GUY SARAULT :

Alors, si je comprends bien, la Régie refuse de reconnaître le docteur El-Ramly comme expert. Avec respect, je dirai à la Régie qu'il n'y a pas de statut qui existe en droit de témoin qui est à mi-chemin entre un témoin expert et un témoin ordinaire. L'homme expérimenté, je ne sais pas ce que ça vaut.

Alors, nous avons présenté cette preuve écrite et nous entendions présenter la preuve verbale de ce témoin-là comme un témoin expert dûment reconnu comme tel, eu égard au sérieux des implications de la décision de la Régie sur notre droit de présenter

notre preuve, évidemment nous sommes ici pour présenter une preuve, je dois demander la suspension des audiences et reconsidérer notre stratégie en conséquence.

Est-ce que nous allons engager un autre témoin pour remplacer monsieur El-Ramly, est-ce que nous allons aller en révision judiciaire de la décision de la Régie? Je ne le sais pas mais nous devons reconsidérer notre position parce que la Régie refuse d'entendre une preuve.

LE PRÉSIDENT :

C'est-à-dire qu'on a dit qu'on était prêt à entendre la preuve à partir du témoignage qu'il a rendu, lui accorder toute la force probante que mérite ce témoignage-là et de l'utiliser dans notre décision sauf qu'on a de la difficulté à reconnaître que la preuve démontre que c'est un expert dans le domaine. Il n'a pas donné de... une preuve d'une formation spécifique dans le domaine du risque d'affaires, il n'a pas eu plusieurs expériences dans plusieurs compagnies sur le risque d'affaires, il a eu principalement dans BC Hydro puis Powerex qui est une filiale de BC Hydro. Donc, et là maintenant, comme expert avec la compagnie ZE Power Group et il donne des conseils mais on n'a pas été convaincu.

Me GUY SARAULT :

Alors, avec respect pour la décision de la Régie, nous sommes en désaccord avec ça, nous considérons que ce témoin a démontré ses qualifications sur le risque, qu'il est en mesure de se prononcer sur les risques relatifs à l'approvisionnement, à la demande et toutes les caractéristiques opérationnelles de TransÉnergie.

Comme vous ne le reconnaissez pas comme expert, en droit il n'est pas admissible à formuler une opinion pour les fins pour lesquelles nous entendions le présenter, alors c'est un incident majeur à notre point de vue dans la progression de la cause parce que, évidemment, un des intervenants importants sur la question du risque d'affaires et du taux de rendement est empêché de présenter une preuve et nous devons demander la suspension de l'instance et reconsidérer notre stratégie, nous n'avons pas le choix, je regrette.

LE PRÉSIDENT :

Mais avant d'accorder la suspension d'instance, il reste, il me semble que les experts Booth et Berkowitz se prononcent aussi sur la question du risque d'affaires et qu'ils l'évaluent et fixent des montants, des chiffres là-dessus. Donc, je ne pense pas qu'il y a lieu de suspendre pour l'instant toute

l'audience. Il me semble que vous avez déjà d'autres experts qui sont déjà qualifiés puisque Hydro-Québec les reconnaît aussi comme experts et qui se prononcent sur le sujet. Donc, on est prêt à suspendre pour l'heure du dîner, ce qui va vous donner la possibilité de réfléchir puis à nous aussi là de réfléchir sur l'incident. Mais...

Me GUY SARAULT :

Je vous signalerai, Monsieur le Président, que c'est une décision qui est très lourde de conséquence, vous auriez pu choisir par exemple d'entendre le témoin sous réserve et après sa présentation vous prononcer sur l'objection, vous avez préféré le faire d'avance.

Ce que je vous sou mets respectueusement c'est que la notion de risque d'affaires est intimement reliée aux caractéristiques opérationnelles d'une industrie, que ce témoin-là a toutes les qualifications qui sont témoignées dans son c.v. et aussi, si vous avez pris connaissance de sa preuve, il ne parle pas à travers son chapeau. Ce que je vous dis, il n'existe pas en droit de témoin à mi-chemin entre un témoin expert puis un témoin ordinaire.

S'il n'est pas reconnu comme témoin expert, il n'a pas le droit de formuler d'opinion et ceci veut dire pour nous qu'on nous empêche de faire une preuve qui

a été présentée comme telle à la Régie et c'est lourd de conséquences. Alors, à moins que Hydro-Québec soit disposée à retirer son objection ou à moins que la Régie soit disposée à nuancer sa décision, je dois reconsidérer ceci en consultation avec mes clients.

LE PRÉSIDENT :

Mais écoutez, vous amenez aussi une alternative qui serait de l'écouter sous réserve parce que...

Me GUY SARAULT :

Au moment où je vous dis ça, il faut que j'en discute avec mes clients, est-ce que mes clients vont accepter cette alternative-là.

LE PRÉSIDENT :

Non, mais ça reste...

Me GUY SARAULT :

C'est une possibilité qui aurait pu être considérée et qui ne l'a pas été au moment où on se parle. Mais écoutez, on va prendre l'heure du *lunch* là mais je dois consulter mes clients. Vous comprendrez que votre décision, contrairement à une décision qui permet l'audition d'une preuve, c'est une décision qui empêche l'audition d'une preuve, c'est très différent au niveau des conséquences.

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

DÉCISION

Alors, ce que je vous dis c'est que nous en sommes directement affectés, c'est très sérieux, très, très, sérieux et je dois re-consulter mes clients.

LE PRÉSIDENT :

Alors, nous allons suspendre jusqu'à deux heures (2 h).

SUSPENSION DE L'AUDIENCE

(14 h 25)

REPRISE DE L'AUDIENCE

LE PRÉSIDENT :

Bonjour.

Me GUY SARAULT :

Rebonjour, Monsieur le Président, Messieurs les régisseurs. Alors nous vous remercions d'abord de votre patience parce qu'évidemment, nous recommençons un petit peu plus tard que nous avions prévu, vous aviez...

LE PRÉSIDENT :

Nous allons finir plus tard, Maître.

Me GUY SARAULT :

Je ne le sais pas, on va peut-être avoir des, j'ai

des bonnes nouvelles à vous annoncer.

LE PRÉSIDENT :

Ah oui?

Me GUY SARAULT :

Oui. Écoutez, évidemment, et je pense que, au risque de me répéter, nous avons été excessivement déçus par la décision du Banc sur la qualification du docteur Zak El-Ramly comme expert. Nous avons plusieurs avenues à considérer, j'ai eu l'occasion de consulter mes clients et également de négocier avec Hydro-Québec.

Alors je pense que nous avons trouvé une solution qui nous permet d'atteindre nos fins sans porter atteinte non plus aux prétentions d'Hydro-Québec. Alors c'est sans préjudice de part et d'autre, c'est-à-dire que la solution que je vous présente ne doit pas être considérée comme une admission de la part de la Coalition à l'effet que le docteur Zak El-Ramly ne possédait pas les qualifications nécessaires pour témoigner à titre d'expert sur la question du risque de TransÉnergie.

Cela étant dit, et c'était, pour nous en tout cas, l'un des objectifs principaux que nous poursuivions avec l'expertise du docteur Zak El-Ramly, Hydro

Québec est prête à consentir une admission formelle,
à être consignée au dossier, à l'effet suivant, et je
vais le dire en anglais :

*That the business risk of TransÉnergie
is materially lower than the average
of energy utilities.*

Fin de la citation. Ou "below" ou "lower"? "Below".

LE PRÉSIDENT :

Pouvez-vous juste recommencer parce que je ne sais
pas si...

Me GUY SARAULT :

O.k., je vais recommencer complètement, ça va
remplacer :

*That the business risk of TransÉnergie
is materially below the average of
energy utilities.*

Fin de l'admission.

LE PRÉSIDENT :

* ... materially below... +

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

DÉCISION

Me GUY SARAULT :

* ... the average of energy utilities. +, ça va?

LE PRÉSIDENT :

O.k. En ce moment...

M. ANTHONY FRAYNE :

Si je peux suggérer pour l'anglais, je pense c'est mieux * below the average of that of energy utilities +.

Me GUY SARAULT :

O.k., bien je me fie à vous, Monsieur Frayne, * of that... +

M. ANTHONY FRAYNE :

On se comprend quand même, * of that of energy utilities. +

Me GUY SARAULT :

On va l'avoir juste d'un morceau dans la transcription, Monsieur Daigneault?

LE STÉNOGRAPHE :

Je vais vous donner ma version.

*That the business risk of TransÉnergie
is materially below the average of*

that of energy utilities.

Me GUY SARAULT :

Alors la version du sténographe... O.k. De plus, et afin d'éviter tout malentendu supplémentaire quant à la poursuite des audiences, il y a un accord entre Hydro-Québec et la Coalition industrielle à l'effet que le docteur Zak El-Ramly possède les qualifications nécessaires pour témoigner à titre d'expert pour toutes les matières abordées dans la preuve intitulée * Rate Design Analysis +, produite comme pièce Coalition-5, évidemment incluant les documents qui vont avec, c'est complémentaire.

Alors en considération de tout ceci, évidemment, et d'alléger le dossier, la Coalition accepte de retirer du dossier l'expertise du docteur Zak El-Ramly, intitulée * Business Risk Analysis +, qui avait été déposée comme pièce Coalition-4, document 1, de même que toutes les pièces complémentaires s'y rapportant, qui avaient été déposées comme pièces Coalition-4, document 2, document 2.1, document 3 et document 4, qui devaient être sa présentation d'aujourd'hui.

LE PRÉSIDENT :

Alors Coalition 4, documents 1 à...

Me GUY SARAULT :

À 4 inclusivement, sont retirées du dossier, de consentement. Et comme vous pouvez le constater, le docteur Zak El-Ramly n'est pas sur le panel, par la force des choses n'est-ce pas, et évidemment...

LE PRÉSIDENT :

Sur le thème 3?

Me GUY SARAULT :

Sur le thème 3, voilà, il va revenir évidemment pour l'autre thème. Alors évidemment, il est reconnu comme expert mais pas pour cette matière-là en particulier, c'est à ça que ça se ramène.

LE PRÉSIDENT :

C'est ça.

Me GUY SARAULT :

O.k.? Alors je pense que ça règle la question, mais comme je vous dis, c'est sans préjudice à nos prétentions, et ni aux prétentions d'Hydro-Québec, c'est un compromis de type transactionnel au sens du Code civil.

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que Hydro-Québec...

Me F. JEAN MOREL :

Mon confrère va loin avec...

Me GUY SARAULT :

Un compromis...

Me F. JEAN MOREL :

... un compromis de type transactionnel sans préjudice à quoi que ce soit, c'est...

LE PRÉSIDENT :

Ça a l'effet de la chose jugée.

Me F. JEAN MOREL :

C'est justement ça que j'allais dire, bien humblement, ça reflète effectivement la chose jugée. Je pense que ça a été aussi, après votre décision ou * ruling + là-dessus, vous aviez, je pense, suggéré aux parties, dans la pause, de s'entendre sur, de se parler et de s'entendre sur la façon de procéder avec les présentes audiences du mieux qu'on pouvait. Et c'est à ce compromis, ou cet arrangement-là qu'on en est arrivés.

Je confirme effectivement l'aveu ou la reconnaissance d'Hydro-Québec à l'effet que le, je ne le répéterai pas de crainte de mettre une sixième version au dossier, mais que, effectivement,

The business risk of TransÉnergie is materially below the average of that of energy utilities.

Close enough. Effectivement, il a été discuté entre les parties, et reconnu par Hydro-Québec, ou annoncé en fait par Hydro-Québec, que nous reconnaissons l'expertise du docteur Zak El-Ramly sur la question du * Rate Design + et que, effectivement, son rapport, ou son expertise déposée sous la cote Coalition-5, document 1, intitulée * Rate Design Analysis + sera reconnue comme telle.

Et je comprends donc qu'on est prêt à procéder avec la suite. J'avais également indiqué, et je vais peut-être le dire tout de suite, lors de mes représentations avant le lunch, que Hydro-Québec reconnaissait également l'expertise des docteurs Booth et Berkowitz, donc vous ferez leur présentation en conséquence.

J'ai, pendant que je suis debout, je vais prendre deux autres minutes, j'aimerais déposer copie...

LE PRÉSIDENT :

Avant de, ça, c'est des engagements?

Me F. JEAN MOREL :

Non, en fait, celles-là n'avaient pas été prises comme engagement, c'est les deux pages qui sont la suite de la présentation du docteur Morin qui vous a présenté ce matin, en ré-interrogatoire, sur l'effet de levier, l'illustration, le bilan théorique Hydro-Québec et le bilan théorique de Hydro One.

Je propose aux parties de l'ajouter à la pièce qui est déjà cotée, qui est sa présentation d'hier, HQT-9, document 2, deux autres pages. Madame la greffière?

HQT-9, DOC. 2 : Deux pages supplémentaires à la
présentation du Dr. Roger Morin

Me F. JEAN MOREL :

Également, une réponse à un engagement, c'est la réponse d'Hydro-Québec à l'engagement numéro 25, qui avait été pris, si ma mémoire est bonne, à l'endroit de monsieur Dagenais :

*Indiquer le rendement boursier le plus
représentatif possible pour l'année
1999 et 2000.*

La réponse est, vous vous souvenez, les témoins, ou je pense que c'est, oui, et le docteur Morin et

monsieur Paul Robillard avaient demandé, ou avaient fait préciser par monsieur Dagenais si le TSE 300 était représentatif de ce qu'il cherchait, donc, pour quatre-vingt-dix-neuf (99) et deux mille (2000), donc je dépose par écrit les réponses, pour quatre-vingt-dix-neuf (99), le rendement boursier a été de trente et un virgule sept pour cent (31,7 %), deux mille (2000), sept virgule quatre pour cent (7,4 %).

Et il y a un troisième chiffre qui est identifié comme YTD, ce qui veut dire * Year To Date +, et qui est de moins onze virgule trois pour cent (- 11,3 %). Alors la pièce sera cotée HQT-9, document 2.1.

HQT-9, DOC. 2.1 : Réponse à l'engagement numéro 25

LE PRÉSIDENT :

Alors aviez-vous d'autres pièces à nous fournir, d'autres engagements à respecter, non?

Me F. JEAN MOREL :

Pas pour l'instant, Monsieur le Président.

LE PRÉSIDENT :

Parce qu'il en manque encore quelques-uns?

Me F. JEAN MOREL :

Quelques-uns, oui, je le sais.

LE PRÉSIDENT :

Parce que c'est demain le vingt-six (26) qu'on nous a promis beaucoup.

Me F. JEAN MOREL :

Oui, au début du thème 4.

LE PRÉSIDENT :

Écoutez, avant de, je voulais d'abord vous remercier, les avocats et les parties, parce que les parties sont présentes et sont liées par les ententes qui sont faites sans préjudice, de façon à ce qu'on puisse avancer dans le dossier. Comme plusieurs l'ont signalé, ça fait déjà quelques mois que ce dossier-là procède et il faudra en connaître la fin dans un avenir rapproché.

Et j'apprécie l'effort que vous avez fait de part et d'autre pour faire avancer le dossier plutôt que, ça aurait pu, c'était votre droit le plus strict de vouloir aller devant les tribunaux supérieurs pour avoir des sursis ou quoi que ce soit, mais je trouve que votre collaboration est appréciée. Alors, merci beaucoup.

Me F. JEAN MOREL :

Merci, Monsieur le Président.

LE PRÉSIDENT :

Alors, Maître Neuman, avez-vous un engagement à nous fournir?

Me DOMINIQUE NEUMAN :

C'est en ce qui concerne un engagement d'Hydro-Québec qui a fait l'objet d'un dépôt hier. Simplement pour clarifier un élément, c'est l'engagement 12, qui avait fait l'objet du dépôt de la pièce 2.5.2. Cet engagement avait été pris par monsieur Nadeau d'Hydro-Québec lors de son témoignage et après que l'engagement avait été pris, j'avais interrogé monsieur Nadeau et au cours de l'interrogatoire, il avait été amené à ajouter un élément à son engagement numéro 12. C'était un engagement relatif au tableau sur la prévision des ventes au Québec et des besoins québécois.

Vous vous souviendrez que le niveau des pertes n'était pas désagrégé entre les pertes de transport et les pertes de distribution. Et monsieur Nadeau, j'ai la référence dans la transcription, c'était la transcription du onze (11) avril, volume 7, page 177, et c'est la réponse à la question 111. Donc à cette occasion, monsieur Nadeau avait dit qu'il allait voir s'il pouvait scinder le taux de perte, c'est-à-dire le niveau des pertes entre la distribution et le transport, et je m'aperçois que cet élément de

l'engagement n'a pas été...

LE PRÉSIDENT :

N'a pas été respecté par Hydro-Québec?

Me DOMINIQUE NEUMAN :

... indiqué dans la réponse qui a été déposée hier.
Peut-être que c'est à venir ou peut-être, enfin,
j'aimerais...

LE PRÉSIDENT :

Vous avez déposé HQT-4, document 2.5.2?

Me F. JEAN MOREL :

Oui, je l'ai ici, j'en ai pris connaissance, et
j'étais en train de prendre connaissance de la
transcription. Malheureusement, ce que je ne peux
pas, je vais vérifier avec monsieur Nadeau et je vais
vous revenir...

LE PRÉSIDENT :

C'est ça.

Me F. JEAN MOREL :

... parce que monsieur Nadeau indiquait dans la
mesure du possible...

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

DÉCISION

Me DOMINIQUE NEUMAN :

Oui.

Me F. JEAN MOREL :

... il compléterait la réponse en ce sens, ou compléterait son engagement en ce sens. Maintenant, il n'y a aucune indication à l'effet que c'est hors la mesure du possible ou que ce n'est pas possible, donc je vais confirmer avec lui si effectivement il y a un complément de réponse possible ou si le complément de réponse n'est pas possible, et je l'indiquerai à la Régie et à mon confrère.

LE PRÉSIDENT :

D'accord.

Me F. JEAN MOREL :

Merci.

LE PRÉSIDENT :

Merci.

Me F. JEAN MOREL :

Merci, Maître Neuman.

Me DOMINIQUE NEUMAN :

Je vous remercie bien. On s'interrogeait sur les raisons de mon absence ce matin?

LE PRÉSIDENT :

Ah, c'est parce que vous étiez en train de lire tout ça?

Me DOMINIQUE NEUMAN :

Non.

LE PRÉSIDENT :

Ah! Il y a monsieur Morin qui était convaincu que vous étiez en train de lire tout son livre sur les principes.

Me DOMINIQUE NEUMAN :

Mais je pense que ça dépasse son niveau d'expertise d'exprimer une opinion là-dessus.

LE PRÉSIDENT :

O.k. En tout cas, merci beaucoup. Alors, Maître Sarault, si vous voulez commencer?

INTERROGÉS PAR Me GUY SARAULT :

Alors, nous prenons acte de la reconnaissance des docteurs Booth et Berkowitz comme experts sur les matières abordées dans leur témoignage écrit, le taux de rendement. Alors, ce qui m'amène maintenant à l'adoption des témoignages écrits. Alors...

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que, Maître Sarault, je comprends que vous vous êtes entendus pour... mais je pense que ça prend une décision du Tribunal.

Me GUY SARAULT :

Ah! excusez-moi, je m'excuse.

LE PRÉSIDENT :

Et je voulais juste savoir dans quel domaine exactement vous vous étiez entendus parce qu'ils soient experts, soit, sauf que dans quel domaine exact chaque... vous vous êtes entendus pour qu'on puisse les reconnaître officiellement?

Me GUY SARAULT :

Bien, ça serait coût en capital, c'est-à-dire structure en capital, taux de rendement et les matières connexes incluant l'appréciation du risque global de l'entreprise.

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que vous êtes d'accord, Maître Morel, pour le...

Me F. JEAN MOREL:

Oui, c'était mon entendement, on ne s'était pas entendu sur autant de mots que ça mais je suis

d'accord. Je suis parfaitement d'accord.

LE PRÉSIDENT :

Alors, Messieurs, vous êtes reconnus comme experts tel que dit par maître Sarault dans les domaines spécifiés par maître Sarault. Merci.

Me GUY SARAULT :

Alors, maintenant, si vous le voulez bien, on va adopter les témoignages écrits qui sont pertinents au thème 3 pour la Coalition industrielle. Alors, je vais commencer par monsieur Pierre Vézina. Alors, comme je l'ai dit plus tôt ce matin, il s'agit des passages du mémoire de la Coalition industrielle qui traite du taux de rendement, c'est l'item IV, en chiffres romains, aux pages 16 et 17 de même que l'item III, en chiffres romains, qui traite de la fermeture réglementaire des livres que l'on retrouve aux pages 13 et 16.

161 Q. Alors, ces passages de la preuve de la Coalition ont été préparés sous votre supervision et votre contrôle?

M. PIERRE VÉZINA :

R. Oui, tout à fait.

162 Q. Et vous les adoptez comme votre témoignage dans le présent dossier?

R. Je les adopte.

163 Q. Alors, maintenant, monsieur Luc Boulanger de l'AQCIE même question qu'à monsieur Pierre Vézina.

M. LUC BOULANGER :

R. Alors, oui, oui.

164 Q. Merci. Now, doctors Booth and Berkowitz, we have an expert... an expert report entitled "Fair return and capital structure for TransÉnergie", filed as Coalition-2, document 1. This has been completed by the responses of doctor Laurence Booth and doctor Michael Berkowitz on the information requests on their expert report. And the second document is Coalition-2, document 2. And finally we have today a presentation document entitled "Fair return for TransÉnergie", which we propose to file as Coalition-2, document 3. These documents have been prepared under your supervision and control?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

R. Yes.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

R. Yes.

165 Q. Do you have any corrections to bring to any of these documents?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

R. Yes, I have three. This is referring to our evidence

and if you would turn to page 3.

166 Q. Your main report?

R. In the main report, yes, all three are in the main report.

167 Q. Okay.

R. Line 24, "reducing", the word "reducing" should be "increasing", changed to "increasing". Then page 37, line 32.

168 Q. 37?

R. Yes.

169 Q. Yes.

R. Line 32, it should read "Schedule B1" instead of B3.

170 Q. 37, ligne 32.

R. And finally in Appendix B, page 7, line 17.

171 Q. Appendix D or B?

R. B like Bob.

172 Q. I'm sorry.

R. Page 7, line 17.

173 Q. Yes.

R. One point five eight percent (1.58%) should read "one point seven zero percent (1.70%). Those are our corrections.

174 Q. So, under reserve of these corrections, do you adopt these documents that we listed earlier as your evidence in this case?

R. Yes.

Dr. LAURENCE BOOTH:

R. Yes.

175 Q. Good.

Maintenant, avant de procéder à la présentation de l'expertise des docteurs Booth et Berkowitz, je crois que monsieur Luc Boulanger avait une courte présentation à faire sur l'impact du rendement sur les tarifs de transport et c'est une présentation de une seule page que nous avons produit comme pièce Coalition-1, document 3. Il faudrait peut-être allumer le projecteur.

M. LUC BOULANGER :

R. O.K. Alors, l'objectif de ce document-là était d'identifier quel était l'impact sur les différents modèles qui étaient présentés en terme de rémunération d'avoir-propre. Alors, ce que nous avons en premier lieu, sur la première ligne, c'est la base de tarification qui est quatorze milliards quatre cent cinquante millions (14 450 M) et évidemment on retrouve ce chiffre à la pièce HQT-5, document 3, page 1 de 2 d'Hydro-Québec.

Alors, sur cette base de tarification, évidemment, on applique une structure de capital et la structure de capital, comme on l'a vu hier, évidemment les deux parties s'entendent sur le trente-soixante-dix pour cent (30-70 %), alors, et encore, la structure de

capital on la retrouve, entre autres, mentionnée au document HQT-8, document 1, page 42 de 58.

Alors, avec une telle structure de capital, on se retrouve avec un avoir-propre de quatre milliards trois cent trente-cinq millions (4 335 M). Alors, selon la proposition d'Hydro-Québec, TransÉnergie, alors, les revenus requis pour un taux de rendement de dix virgule six pour cent (10,6 %) nécessitent une rémunération de quatre cent cinquante-neuf millions cinq cent dix-neuf mille dollars (459 519 000 \$) alors que la proposition que la Coalition fait à huit virgule vingt-cinq pour cent (8,25 %) de rendement fait un besoin... crée un besoin de trois cent cinquante-sept millions (357 644 000 \$), de telle sorte que, entre les deux propositions, on voit qu'il y a un impact à la baisse sur l'ensemble des tarifs de cent un millions de dollars (101 M \$). Alors, nous tenions à faire l'emphase sur ce point-là compte tenu que nous avons déployé beaucoup d'efforts pour faire nos position sur le taux de rendement.

En ce qui concerne les tarifs industriels, l'impact à la baisse on ne peut pas vraiment l'établir, c'est là évidemment à titre indicatif parce qu'on n'a pas encore fait la requête sur l'allocation des coûts ni même sur la répartition des charges à travers les différentes classes tarifaires. Alors, à défaut

d'avoir une balise, nous avons simplement pris un chiffre qui pourrait être, par exemple, la contribution à l'ensemble des revenus d'Hydro-Québec pour les ventes québécoises qui se chiffrent à vingt-quatre pour cent (24 %). Alors, ce qui, à ce moment-là, donnerait vingt-quatre millions de dollars (24 M \$) pour ce qui est des industriels de tarifs L.

Évidemment, les revenus auxquels nous contribuons sont de l'ordre de vingt-quatre pour cent (24 %) mais, par contre, c'est quarante-deux pour cent (42 %) de l'ensemble des ventes en terme de volume. Alors, c'était une pièce que nous voulions présenter qui, incidemment, avait été présentée à notre conseil d'administration et l'assemblée générale de nos membres pour leur indiquer l'intérêt que les industriels avaient à participer à la présente audience.

Me GUY SARAULT :

- 176 Q. Maintenant, monsieur Boulanger, vous avez été présent hier et aujourd'hui lors du contre-interrogatoire du docteur Morin par maître Neuman; vous avez également entendu les échanges entre le procureur de la Régie et le panel de témoins d'Hydro-Québec sur la question de la fermeture réglementaire des livres, ce qui nous a amené à ré-ouvrir cet aspect-là qui était abordé à l'item III, en chiffres romains, du mémoire de la

Coalition. Alors, suite à ce que vous avez entendu, est-ce que vous avez des commentaires à formuler sur cette question particulière?

M. LUC BOULANGER :

R. Oui, effectivement. En ce qui concerne la coalition industrielle, la position que nous avons dans notre mémoire est évidemment celle que nous endossons, ce qui veut donc dire que c'est une fermeture réglementaire de livres qui s'avère également asymétrique. Les raisons pour lesquelles nous avons pris cette position c'est que l'ensemble de nos membres sont aussi membres de l'IGUA, ou la ACIG, qui a fait des représentations en matière gazière au cours des trente (30) dernières années, qui sont très familiers avec la procédure en matière gazière et cette procédure, quant à nous, est une procédure qui est adéquate et qui rencontre les besoins.

Et également, à l'instar de monsieur Bastien ce matin, nous sommes entièrement d'accord avant qu'on considère des formules autres que les formules traditionnelles, faudrait-il encore qu'on établisse dès le point de départ les différents barèmes, les différents coûts et après ça, certainement, on pourra considérer des formules plus innovatrices qui sont susceptibles, peut-être éventuellement, soit d'alléger le processus réglementaire comme tel ou

encore permettre certains mécanismes incitatifs.

Mais pour l'instant, dans une première... dans le cadre d'une première requête tarifaire, nous estimons qu'il serait inopportun, inapproprié et prématuré de considérer d'autres avenues que celles que nous avons proposées.

177 Q. Est-ce qu'il y a une raison particulière pour laquelle, pour cette première année, vous privilégiez une fermeture de type traditionnel, donc asymétrique par opposition à un système symétrique comme celui qui a été discuté en cours d'audience?

R. Bien, justement, parce que c'est d'abord une première requête tarifaire, il y a beaucoup d'incertitude, les chiffres vont devoir être validés. Nous estimons manifestement que dans le cadre de cette requête on se doit de rester en terrain connu et faire une approche de nature conservatrice, si on veut.

178 Q. Ça va. Est-ce que vous avez d'autre chose à rajouter?

R. Moi, je n'ai pas d'autre chose à ajouter.

179 Q. Alors, ça, ça complète la présentation des membres du panel pour ce qui a trait à la portion mémoire de la Coalition.

I now come to the more... the longer and more technical presentation on the fair return for TransÉnergie and I will ask doctors Booth and Berkowitz to present their document Coalition-2,

document 3.

(14 h 55)

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. It is my privilege to present testimony on behalf of both myself and my colleague, Professor Michael Berkowitz. Now, first of all, I should say that it is, our counsel mentioned, a somewhat longer testimony. We are going to present both our estimates and more importantly we are going to talk about what went into getting those estimates.

Most of the information that we use is publicly available. In fact, it can all be downloaded from the Canadian Institute of Actuaries Website. Every person in this room can actually download the data and calculate averages for equities and bond returns. That is the job of a statistician to go through and just calculate averages and calculate differences.

Our testimony goes a lot beyond that. Our testimony, we believe, generates some insights as to what causes the differences between equity and bond return. Statisticians calculate numbers. Expert financial witnesses, it is their job to understand and interpret those numbers, which is hopefully what we will do this afternoon.

Now, in terms of the overall picture, just to add

some perspective beyond what has already been said, the total revenue requirement we are talking about is two point six billion dollars (\$2,600,000,000). Of that, one and a half billion (\$1,500,000,000) approximately is capital cost plus some other fixed financial charges.

So we are talking directly, when we look at the fair rate of return of approximately fifty-four percent (54%) of the revenue requirement for TransÉnergie.

In terms of the capital cost itself, there is the debt cost, which is the allocated cost, the imbedded cost of debt that exists at the moment, plus the division of the capital structure between debt and equity. We have very little disagreement on this. We recommended a thirty percent (30%) common equity ratio, seventy percent (70%) debt ratio.

We think that if TransÉnergie was a private corporation raising capital in the financial markets that it could basically finance its operations with seventy percent (70%) debt financing.

What is the critical element here is the equity cost, the fair rate of return, the difference being that the debt cost is obvious in the financial markets. We can directly calculate the yield on debt.

Unfortunately, we cannot directly calculate what investors want from making equity investments, which is why it is a matter of some controversy.

Legally, the definition in Canada for fair rate of return was set by Mr. Justice Lamont, approximately seventy (70) years ago. The definition was first laid down in the North Western utilities decision and then, was incorporated in BC Electric. Basically, a fair rate of return, Mr. Justice Lamont said:

By a fair return is meant that the company will be allowed as large a return on the capital invested in the 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 to that of the company's enterprise.

This is the legal definition of what a fair rate of return is. It also is exactly what as an economist we define to be an opportunity cost or required rate of return. The three components, as far as regulation is concerned, are net investment, which is basically the ratebase, and we have already had some information on the size of the ratebase, other securities which may suscite a return is with reference to other

securities, and this is not other returns of other companies.

So it is not with respect to what we call the return on equity of other companies, which is commonly presented as comparable earnings evidence. It is in fact the returns of other securities, which is what we do, we look at the capital market.

And the critical element is attractiveness, stability and certainty, which is normally what we define to be the risk of the underlying security.

So the legal and the economic imperative is to look to the capital market, to look at what rates of return investors want on securities of similar risk to the regulated corporation.

Now, some things have changed since Mr. Justice Lamont's definition. At the time of his decision, most regulated companies were in historic test years. Since then and particularly in the nineteen seventies (1970's) appears a significant inflation. There was significant risk for regulated utilities due to regulated lag, simply because the prices that they were paying, the costs that they were paying, were increasing with inflation and rates were basically

increased with the lag.

Most of that has been removed by the use of a forward average ratebase and by looking at a rate of return based upon a prospective basis.

So when we look at the prospective basis taking into account risk, this is why most expert witnesses these days focus on what we call risk premium models. And the risk premium evidence that we presented, and this is a significant part of Dr. Morin's evidence, looks at forecast long Canada yields, looks at the risk premium for the market as a whole, what do equities earn in excess of bonds, and then looks at a risk adjustment to reflect the lower risk of public utilities.

This has been enshrined over the last ten (10) years in Canada by adjustment mechanisms, National Energy Board, BC UC; a large number of boards have automatically adjusted the return on equity to capital market conditions, using formulas based upon risk premium models. But it is called, it adds a risk premium over a long Canada bond yield.

And as I am going to be talking about the riskiness of the long Canada bond yield versus the equities does not necessarily remain stable and has not in

fact remained stable over the last twenty (20) or thirty (30) years, which has some big implications for the way in which we look at the estimation of the market risk premium.

In terms of the long Canada yield, at the time of our testimony in November, long Canadas were five point six two percent (5.62%). At that time, we thought that it would be an increase in long Canada yields for the two thousand and one (2001), so we forecast a six percent (6%) long Canada rate and used that in our testimony.

As of the time that I put together these overheads, long Canada yields were five point nine six (5.96). So interest rates had moved up to where we anticipated that they would be for the test year. And like Dr. Morin, we base our evidence on a six percent (6%) long Canada rate. So, there is very little controversy there.

The big questions that divide us and Dr. Morin are the questions of the market risk premium and the risk adjustment.

Now, just to make things clear, most of the time when we estimate market risk premiums, we are looking at the excess return of equities over bonds. This is

what we call the market risk premium.

And the way which we estimate, this is simply to look at the actual returns, the realized returns over long periods of time. It has to be long periods of time because the equity returns fluctuate quite significantly from year to year. We have not updated our testimony for two thousand (2000), but in the year two thousand (2000), equity returns on the Dow, on the S&P, on the TSE300, were negative. Nobody expected that, but that is just what happened.

When we go back over long periods of time, we sort of offset these returns that were not expected because they were too low and the returns that were not expected because they were too high.

So, statistically, we have to go back over quite significantly long periods of time. The problem that it introduces is simply that as you go back over long periods of time, it is difficult to believe that the underlying risk in the economy and in financial markets between different financial instruments has in fact remained constant.

So, statistically, we went over long periods of time, but in fact, we have to assess whether or not risk has remained constant. And as I mentioned right at

the beginning, a statistician can calculate these differences. It needs an expert or somebody with some understanding of the economy to understand what has driven those differences in rates of return to understand what is going to happen in the future. So, that is the basis of our testimony.

Now, just as a little bit of a backdrop, what I have got here is an overhead just describing rates of return because there's errors of disagreement between experts. One of it is in defining what in fact a rate of return is. So here, I have just got an example of the stock price, it starts out at a dollar (\$1,00) in time period 1 and then you are lucky enough that in time period 2, it doubles. So you can think of this as Northern Telecom, Nortel. So, if you were lucky to buy Nortel when it was thirty dollars (\$30) and it went to a hundred and twenty (\$120), you got a very nice hefty rate of return.

So, I buy it for a dollar (\$1.00), get a hundred percent (100%) rate of return to go to two dollars (\$2.00), and then, if you were persuaded to hold on to the stock and it collapses by fifty percent (50%) down to a dollar (\$1.00) again, then, you end up with the same dollar that you started. This is just a statistical question of calculating what the rate of return is.

One way of calculating this rate of return is to say, well, I went from a dollar (\$1.00) to two dollars (\$2.00), that's a hundred percent (100%) rate of return. Then, unfortunately, I went from two dollars (\$2.00) down to a dollar (\$1.00) and I lost fifty percent (50%).

So the average rate of return, if you just average those two, plus a hundred (100) and minus fifty (50), that is plus twenty-five percent (25%). That is what we call the arithmetic rate of return, the arithmetic mean, twenty-five percent (25%) rate of return.

Now, unfortunately, if I was a professional adviser and I was to advise my clients to buy this stock and then tell them, well, you made twenty-five percent (25%) rate of return over these two periods, please give me five percent (5%) commission for being such a good financial adviser, I would have a tough time convincing them to give me any money. They would look at it and say, well, look, all is well, but you invested a dollar (\$1.00), two years later, it is still a dollar (\$1.00), what compound rate of return have I owned? Zero (0).

That is what we call the compound rate of return or the geometric mean rate of return.

So, that is the arithmetic mean of return. This is the geometric mean of return. Finally, statistically, when we got a lot of numbers, there are different statistical techniques we can use to estimate growth rates. And this is all we are doing. We are talking about what is the average growth rate in a stock. What we are interested in is what is the average growth rate in our wealth. How is our money, how is our wealth increased over time.

And we use a third way of estimating this growth rate or this rate of return, which is just what we call Ordinary Least Squares. This is a standard statistical technique that is covered in every introductory statistics course.

So, we estimate rates of return in three different ways. This is the overall period, nineteen twenty-four (1924) to nineteen ninety-nine (1999).

First of all, this is exactly the same period that Dr. Morin uses for some of his tests. He produces estimates for the arithmetic mean return; over this identical period, he comes to five point eight (5.8). We use five point eight one (5.81), we obviously rounded, one basis point difference.

So, there is no difference here in either the data we

are using or one of the estimate we come up with.

Over the whole period, nineteen twenty-four (1924) to nineteen ninety-nine (1999), equities in Canada earned twelve point one one percent (12.11%), long Canada bonds earned six point two nine percent (6.29%), the difference, five point eight one percent (5.81%).

Any of us can go to the Canadian Institute of Actuaries Website, download this data, put that into Excel, and just add those numbers up. That is a statistician's job.

The second part is if you actually put your money into the equity market in nineteen twenty-four (1924) and held it there, reinvesting all the income over this seventy-five-year period, you would not have earned twelve point one one percent (12.11%), you would have earned a compound or an average rate of return of ten point four nine percent (10.49%).

The difference between equities and bonds over this long period is only four point five six percent (4.56%). That is what you think about or you should think about when somebody says what rate of return do you want for your retirement, what sort of different equity return do you expect to get over a twenty or

thirty-year period prior to retirement, compound rates of return.

And finally, the Ordinary Least Squares estimate here is in between. All of these are valid estimates of the market risk premium. They differ depending upon the objectives of the individual, whether they are investing for one year, whether they are investing for multiple years. But these are the estimates using the longest time period available in Canada. This is statistical estimates.

The question then comes up, is this a reasonable estimate of what we can expect in the future. Has risk been constant over this long, long period of seventy-five (75) years?

Well, the first thing that we look at is that in fact nineteen twenty-two (1922) and nineteen twenty-four (1924) was a very, very long time ago. There was no Bank of Canada until the mid-thirties (1930's) which means that interest rates hardly changed. We did not have a functioning money market in Canada until nineteen fifty-three (1953), nineteen fifty-four (1954), where the Bank of Canada made a whole series of changes in the money market so that it could effectively try and influence interest rates to control the Canadian economy.

So, one major component of risk in the capital markets, monetary policy changing interest rates did not exist in Canada until the early nineteen fifties (1950's). In nineteen forty-eight (1948), Canada institutes a whole series of preferences for dividends, which still remain, so securities that are very heavily dividend-rich like utilities, a tax preferred in Canada.

We had and still have a series of restrictions. If the Federal Government allows us to save money through tax preferred savings plans, then the Federal Government says, well, we are going to give you a tax advantage, then in return, you have to invest the money primarily within Canada.

Those rules have gradually changed from a ten percent (10%) restriction on foreign investments now to thirty percent (30%), but there is still a restriction.

And the Canadian equity market is not what it was in nineteen thirty (1930). There has been a maturing of the size of the Canadian economy and there is a whole series of opportunities that are available now that simply were not available during the thirties (30's) and the forties (40's).

Interestingly, the Toronto Stock Exchange only has validated on the 300 index back to nineteen fifty-six (1956). And in fact, even in this early period in the fifties (50's) and sixties (60's), there are not three hundred (300) companies. There just simply were not three hundred (300) companies to make up a valid index.

Prior to nineteen fifty-six (1956), we have data, but it is not consistent data. It is data from a few industrials that we put together through a book on Canadian historical statistics, and in fact, it is a mixture of both Canadian data and U.S. data, simply because valid Canadian data is not available.

So, we tend to look at these periods and say, well, as a suspicion, throughout this period, things have not been the same. Canada is not the same in nineteen ninety-nine (1999) and two thousand (2000) as it was in nineteen thirty-six (1936) or nineteen twenty-six (1926).

So, it is questionable whether you could simply just take the numbers and use them without imposing any sort of judgment on this.

Now, one obvious indication of this is simply the pattern of interest rates. This is not a question of

judgment, this is just a question of going to Statistics Canada, pulling off interest rate data in Canada.

The longest series we have is the series on Treasury Bills, it is going back to nineteen thirty-six (1936). So, if you are investing in the thirties (30's), in the forties (40's), right up to the fifties (50's) here, interest rates in Canada barely moved. And that is because there was not a functioning money market, there was not a functioning capital market in Canada.

What it also meant was if you invested in long-term Canada bonds, if the yields did not move, then barely the returns moved. They were very low risk investments. They were low risk investments until these dramatic changes in the early fifties (50's) introduced by the Bank of Canada that freed up interest rates, the money market instruments in Canada to basically allow them to reach market levels.

And throughout the sixties (60's) and the seventies (70's), we had increasing inflation and we had an increase in interest rates, and interest rates becoming significantly more volatile.

I remember this period here in nineteen eighty-one (1981), some of you probably remember it. I had just joined the University of Toronto, and unfortunately, I had a floating rate mortgage, so every time interest rates went up and down, I paid more for my mortgage, and in the early summer of nineteen eighty-one (1981), Treasury Bills yields in Canada went to twenty-two percent (22%).

Since that period in time, interest rates in Canada have basically come down. They have still been volatile, but the overall level of inflation has come down and with it the level of interest rate.

So, when you look at this information, then you start to say, well, is it reasonable to think that the risk premium equities over bonds has remained stable over this long seventy-five-year period.

During this period, presumably, there is a relatively large risk premium of equities over bonds because bonds were not very risky. During this period, returns on bonds basically went down because long-term yields were going up. It was a very bad period for investing in the bond market.

Since the early eighties (80's), interest rates have come down and bond investors have received very good

returns as being a completely different investment environment.

Now, one way of looking at this is simply to look at the relative uncertainty of equities versus bonds. And what this is, is simply the uncertainty in the return from investing in equities divided by the uncertainty to the return from investing in bonds on a rolling ten-year period.

So, we started bond here in nineteen twenty-four (1924), so we went to look to the period of twenty-four ('24) to thirty-three ('33) and looked at how risky were equities relative to bonds and the answer was six times. Equities was six times riskier than bonds because bonds were not very risky.

Now, the actual statistical evidence varies depending on whether the stock market goes up or down and there is a big shock to the system. But basically, as we go through until the early fifties (50's), equities are about four times as risky as bonds.

Since the early fifties (50's), the relative riskiness of equities to bonds has just dropped considerably.

In the last twenty (20) to thirty (30) years, this is

very close to 1, indicating that equities and bonds are almost the same in terms of risk. Equities are marginally riskier than bonds for the last twenty (20) to thirty (30) years, but nowhere near as risky relative to the bonds as they were in the early period.

It is quite simply not acceptable to look at this whole period and say that the risk premium of equities over bonds has been constant, it is not.

Now, when we look at the actual estimates, we tend to break the period in nineteen fifty-six (1956), and we have been doing this for about the last ten (10) years for the reasons that I mention in terms of data from the Toronto Stock Exchange.

In the earlier period, nineteen twenty-four (1924) to nineteen fifty-six (1956), when we do not have very good data, the excess return equities over bonds was eight (8), six (6), four percent (4%).

Since nineteen fifty-six (1956), the return has gone from eight point eight five percent (8.85%) difference down to three and a half percent (3.5%) difference; a five percent (5%) drop in the market risk premium.

If we look at the geometric mean return, it is even more, six percent (6%). If we look at the OLS estimate, it has dropped by two point one percent (2.1%). Is this reasonable?

Well, over here, we have got the volatility, which is just the risk of the equity market. How variable were returns in the equity market? Prior to nineteen fifty-six (1956), the annual variability in equity returns was about twenty-one percent (21%). They would go up and down on average by about twenty-one percent (21%); since nineteen fifty-seven (1957), dropped to sixteen percent (16%).

We like to think the equity market is risky, we like to think the Nortel going up and down was unique to us, but in fact, this has happened to something every few years throughout stock market history. We have got stock market data going back to the eighteen seventies (1870's).

The stock market risk today is a little bit less than it was in the thirties (30's), forties (40's) and fifties (50's), very similar to what it was in the eighteen seventies (1870's), the eighteen eighties (1880's).

So, stockmarket risk has come down. The important

thing is the bond market risk has doubled. Interest rates have been twice as variable. The riskiness of investing in the bond market has been twice as variable over the last thirty (30), forty (40) years as it was in the thirties (30's), forties (40's) and fifties (50's).

Has this affected investors? Well, on average, returns in the equity market have gone down in Canada, partly because of a reduction of risk, partly because of tax preferences that have been introduced.

Returns to bond investors have almost doubled in Canada, because bond returns have become a lot more risky. So, the market risk premium in Canada has shrunk significantly. We use nineteen fifty-six (1956), we could break it at fifty-seven ('57) or forty-five ('45), we would get the same sort of effect.

Current capital market conditions, equities are riskier than bonds, but by nowhere near as much as they were in the thirties (30's), forties (40's) and fifties (50's).

Now, when we look at this evidence, people like to think about the risk of the Canadian market and the risk of individual securities. Generally, when we

look at risk, we use the standard deviation which measures volatility, how variable are returns.

For individual securities, we always break risk into two components. We say, how much of this variability is due to common effects, what we call market risk, the fact that when the market is off, everything is off. The market goes up, everything goes up. Common effects that you cannot remove by holding securities.

And how much is unique, or what we call diversifiable? TransCanada Pipelines, my colleague and I have entered testimony, we know the company pretty well. Two years ago, it sold for twenty-five dollars (\$25), nineteen ninety-nine (1999) was not a very good year, TransCanada collapsed down to just over ten dollars (\$10). It collapsed to just over ten dollars (\$10) at the time when the rest of the market was going very, very strong. This was a unique event.

Two thousand (2000), TransCanada has come back from ten and a quarter (\$10.25) up to eighteen (18), nineteen dollars (\$19). Unfortunately, the market as a whole has gone down. What has happened to TransCanada was unique to TransCanada. It was not driven by market factors. It was driven by desire to get out of non-regulated businesses and focus on the core.

So, when we look at investments, the standard advice for any investor is "buy a diversified portfolio". What you do is you get rid of these unique effects. You are not exposed to these unique events driving one individual security. What you are left with is exposure to market risk, the risk that you cannot remove. This is what we estimated as Beta. This is what Bill Sharp got the Nobel Prize for. This is the measure of risk we use for individual securities.

Now, when we look at securities, some things have changed quite significantly over the last twenty (20) to thirty (30) years. Yesterday, Roger Morin quoted a few paragraphs out of our testimony, alluding to the globalisation of markets.

I have been teaching international finance at University of Toronto off and on for twenty-three (23) years; there has been a significant change in the way at which we look at capital markets.

Lots of things that we think of as Canadian market risk are particular to Canada. A lot of the things the Americans think of as American risk are particular to America. Just as we look at these risks as unique for individual companies, there are risks that are unique to individual countries.

The driving force behind international investments or globalisation of investments is when you hold securities in other markets, some of this risk that is uniquely Canadian disappears.

It is a basic proposition that diversifying portfolios domestically reduces risk, diversifying portfolios internationally reduces risk only even more.

So globalisation is not a question of looking at the U.S. and saying, well, Canadian rates of return are low, let's look at the U.S. rates of return. Globalisation reduces risk across the board, everybody's risk is lower, because people can diversity across different countries.

That is the driving force behind international investment. What it means is that the market risk premiums in the future around the world are going to be significant lower than they have been in the past, because some of that risk that previously investors have had to bear, they do not have to bear in the future. And that is a basic result in financial theory.

And to be honest, it baffles me, coming to regulatory hearings and people saying with globalisation it

means the Canadian firms have a bigger risk premium. That is absolutely nonsense. It flies in the face of everything that we know in finance. Globalisation, diversification, lowest risk. It certainly does not increase risk.

So, globalisation lowers market risk premiums, the U.S. market risk premium is going to be lower in the future than it was in the past, just as the Canadian one is.

We look at U.S. evidence as Dr. Morin mentioned, it is getting tougher and tougher to look at Canadian evidence and use a variety of techniques because the number of companies is disappearing; we look at U.S. evidence, not because we think that the U.S. is a valid set of estimates to use in Canada, but because we are economists.

If I was a physicist and I wanted to measure the gravity, I can just drop a ball a hundred (100) times and measure acceleration and just repeat the experiment over and over and over again. We cannot do that in finance. We got one evolution of the economy.

So when we look at Canadian markets, we look at U.S. markets to get an idea if just what we know about Canada makes sense with what is happening in the U.S.

When we look at the U.S., same split in the time periods, the U.S. market risk premium was much higher in the earlier period, in the nineteen fifties (50's). It too has dropped by about three (3) to four percent (4%) since the mid-nineteen fifties for exactly the same reason as in Canada, bond market risk has increased significantly.

Exactly the same as in Canada, bond market risk has doubled, equity market risk has gone down. We have not had the violent fluctuations that we had in the capital markets in the twenties (20's) and the thirties (30's). The changes of the last couple of years are not significant, compared to the changes on an annual basis that we saw earlier.

So, when we look at the U.S., the bond market returns have gone up in the U.S. exactly the same as in Canada. That would tend to squeeze equity returns. Equity returns probably should have come down in the U.S., given the lowering of the overall risk. Probably U.S. equity returns have been a bit higher than was anticipated.

So, I would say that equity returns in the U.S. are probably a little bit higher than an estimate of the market risk premium, but overall, the U.S. evidence corroborates the sorts of things that we have been

doing in Canada.

Now, one way of looking at this is to look at the information and think about how far back somebody has to go to get an estimate of how much equities are going to earn relative to bonds. And this is what we have done here.

All we have done is start in nineteen ninety-nine (1999), work back for four years, work out the risk premium using the arithmetic mean, the geometric mean, or the least squares regression, and then go back through time.

So, we go back from nineteen ninety-nine (1999) to ninety-five ('95), then to ninety-four ('94), to ninety-three ('93), to ninety-two ('92). So, we've got here a risk premium of about four percent (4%), but not much data. We go back, we add some data. We went back to the late nineteen eighties (1980's), the risk premium is negative.

The experience of the last thirteen (13) and fourteen (14) years in Canada has been the bond market has given returns basically the same as the equity market, and as I pointed out before, the bond market has been just as risky as the equity market over the last twenty (20) years.

As you go back through time, the risk premium increases, gets up to about two percent (2%) if you go back to the seventies (70's); if you extend the data back to the sixties (60's), it's creeping up to three and a half percent (3.5%); go back to the fifties (50's), it's creeping up to four percent (4%). To get a five percent (5%) risk premium, you have to go back to the nineteen fifties (1950's), the late nineteen forties (1940's), the early nineteen fifties (1950's).

Now, I have been investing in the equity market for about fifteen (15) or twenty (20) years; my experience unfortunately has been this experience. Some of you have probably been investing a little bit longer than me, ten (10) years, twenty (20) years younger than me gets you back to here, to have people working in the capital markets dealing with returns, thinking about what is reasonable, to get a risk premium of five percent (5%), you have to go back to nineteen forty-eight (1948).

It is basically going back fifty (50) years, which is somebody starts investing at twenty (20), twenty-five (25), that's a seventy-five (75) year old investor.

Most of the markets are not driven by people with first-hand experience coming back here, certainly not

going back all the way here. The recent experience for the last thirty (30) to forty (40) years is very difficult to get a market risk premium much above two (2), three percent (3%).

(15 h 25)

So when we look at market risk premium, the statistical evidence is two and a half to three and a half percent (2.5% - 3.5%), that is what you get when you just look at the numbers since the mid-fifties ('50s). We use four and a half percent (4.5%) because we use judgement, because we interpret this date to try and understand what is going on.

What is going on primarily has been governments, where does the risk in the bond market come from? It comes from governments. Where does the government risk come from? It comes from deficit financing. In Canada, this is zero indicating the aggregate government deficit is a percentage of GDP. We basically had balanced budgets until the early nineteen seventies (1970's).

So there is two percent (2%) premium here, then there is a deficit, then there is a surplus, then there is a deficit, until the early seventies ('70s). Those were the good years, which meant the governments on aggregate were paying off debt then raising some money, which means the bond market wasn't being

shaken.

Starting in the seventies ('70s), we had twenty-five (25) years of fiscal insanity. We had periods in which the governments ran deficits, not one year, not two years, not three years, but basically for twenty-five (25) years. They pushed government debt into the bond market, debt increased as a percentage of GDP, investors were forced to buy this debt. They crowded out issues of all other securities, and they forced up interest rates.

In nineteen ninety-two (1992), at the depth of the last recession, government deficits in aggregate were nine percent (9%) of GDP. That has got eight percent (8%), in fact, the latest numbers, the government revises these numbers periodically, nine percent (9%) of GDP. Governments were actually going out and borrowing money, nine cents (94) for every dollar of economic activity.

How did they borrow? They issued Government of Canada bonds. They forced them into the capital markets, this is why they were risky. People wanted risk premiums to invest in Government of Canada bonds. That is the major reason why the risk premium over equities, over bonds shrunk dramatically.

So a lot of that risk we think has disappeared because government deficits have turned into surpluses. They are no longer crowding out the capital markets with government bonds. The risk in investing in the government bond market is not as dramatic as it was five or six years ago. So we tend to think the market risk premium has gone up because we have got some sanity back in Provincial and Federal Government finances.

Dr. Morin uses six point six percent (6.6%) for the market risk premium, he uses the Hatch-White study that ends conveniently in nineteen eighty-seven (1987). As I mentioned, I have been investing for fifteen, twenty years, the experience for the last fifteen to twenty years has not been very good. If you update the Hatch-White study to nineteen ninety-nine (1999), the market risk premium shrunk by about one and a half percent (1.5%), down to just over five percent (5%).

He uses the CIA evidence, and this estimate is exactly the same as we get, except we don't think it is reasonable. We don't think it is reasonable to take this period and say that the riskiness of equities over bonds has remained constant over this period, when all of the evidence in the bond market indicates exactly the opposite. And the rest of his

evidence is U.S. evidence.

So that is the market risk premium. Now to talk about specific risk of securities, utility risk, we generally talk, except for today, about business risk. So we look at the business risk of the utility. We then look at financial risk, as Dr. Morin talked about this morning. Financial risk magnifies business risk; if there is no business risk to start out with, financial risk doesn't magnify anything, because there is nothing to magnify.

So for very low risk firms with very little business risk, financial leverage has very little impact, because you are magnifying something that almost doesn't exist. And then finally, we have regulatory risk. And Dr. Morin alluded to the high or the medium regulatory risk involved in TransÉnergie. Our experience has been that regulation reduces risk.

It reduces risk because regulation is just about the only area where somebody makes a mistake, people can go back and be compensated for making their mistakes. So, and not just mistakes but any sort of dramatic change in the operations of the firm. So if there is a dramatically warmer winter for a gas LDC, and as a result there is not as much gas used, and as a result the firm under-performs, there are jurisdictions

where you can set up a deferral account, and any losses caused by weather is simply rolled into a deferral account and recaptured in future periods.

That doesn't happen for competitive firms. If a company making computers suddenly discovers the people aren't buying computers because it is a poor state of the economy, they have got nobody they can ask, "Can we roll all of our losses into an account and charge everybody else higher amounts in the future?" Regulated utilities are the only institutions where deferral accounts basically pass on any cost overruns and pass them on to future rate payers.

When we look at all of this, the agreement was materially below average, minimal income risk, we define this to be income risk. This is a combined risk faced by corporations in the utility sector, the fluctuation in their return on equity, business risk, financial risk, regulatory risk -- very, very, very low.

How low? It is difficult to come up with companies who are not regulated that have as low income risk as regulated utilities. We looked at returns over the last ten years for non-utilities, screened out all of those that had any sort of problem whatsoever, any

sort of significant losses, so we ended up with thirty (30) of the lowest risk non-utilities. The average standard deviation, how much their return on equity fluctuated was seven percent (7%).

We then looked at utilities, and it is important here to understand what is a utility -- we looked at the "pure plays", the small companies that are still regulated utilities, the Island Telephone, the Maritime Electric, the Pacific Northern Gas -- they haven't diversified into other operations. The fluctuation in their return on equity is under two percent (2%), so they are significantly less risky than even the lowest risk non-utilities.

Even when you look at utility holding companies, the companies that have got into other areas of businesses, the TransAlta that got into oil and gas companies in Alberta, TCPL that got into pipelines in South America, Bruncor that I think got into Dunkin Donuts franchises. This is not utility risk, these are their other businesses. Even when you fold in all of these other business risk, overall utilities are still lower risk than other companies. BCE is the major outlier because BCE is not a regulated utility any more, only a small part of its business is Bell Canada.

So there is very, very low risk from the point of view of looking at business risk, financial risk, income risk. What is the risk involved in regulated utilities? It is what we normally refer to as investment risk, it is how does the capital market react to that. The fact that the net income varies, utilities are generally regarded as defensive stocks, they fluctuate with interest rates as much, they fluctuate with market conditions. So it is investment risk that characterizes the low risk nature of utilities from the point of view of investors.

When we look at these, we classify based upon beta coefficients the average for all stocks is one (1.0). Utilities generally have beta coefficients significantly less than one (1.0), which means they are significantly less risky than an average stock. We have data on this for utilities going back for a long period of time.

These are the sub-index betas. These are the index as maintained by the Toronto Stock Exchange.

Unfortunately, companies keep getting taken over, they disappear, so it is difficult to find records for individual companies going back long periods of time. So we tend to look at the sub-indexes. So if one gas and electric company takes over another gas and electric company, at least we have still got the

gas and electric sub-index.

These are the betas, generally they have been less than one (1.0) since the early seventies ('70s), since we removed most of the regulatory lag by going to forward test years. The risk was converging until nineteen eighty-seven (1987). Now when we estimate risk for betas, everyone does exactly the same thing, they look at what has happened over the previous five years, this is just a convention, five-year beta estimates. If nothing happened during that five years, it isn't in the estimate.

Here at this point in time, something dramatic happened, the pipeline betas went up, all the other betas went down. Almost exactly five years later, that disappeared. Why did it disappear? Simply because there was one event in nineteen eighty-seven (1987) that had significant impact on the capital markets, and five years later, that event disappeared, it rode out of the estimation window.

What was that risk? That was the October nineteen eighty-seven (1987) stock market crash. So this just an estimate, these are the estimates with the stock market crash, these are the estimates without. Up until a couple of years ago, we were testifying that the investment risk of utilities was basically the

same, not much difference between pipelines, telecommunications companies, gas and electric companies.

That is what the capital market evidence was telling us until the last eighteen months, when the risk diverged again. Now again, you have to understand what is going on rather than just looking at the statistics. What happened over the last eighteen months can be summed up in one word -- Nortel. Nortel went up like crazy, Nortel until the spring of two thousand (2000), fifty-two percent (52%), it was owned by Bell Canada Enterprises. Bell Canada Enterprises is classified as tel. co. in the sub-index, it is also classified in the utility component.

So with the stock market going up, Bell Canada dragged up the tel. co. in the utility indexes and it got a very high beta for those companies. All of the other companies, they hardly moved because they weren't affected by the Nortel phenomenon. So it appears to be that they have got lower risk.

Now if you believe in the statistics, that is as far as you would go. We don't believe in looking at the statistics without imposing judgement to understand what has been causing these changes. We know it is

Nortel that has driven these changes over here. There has been no fundamental change in gas and electric risk over the last eighteen months. So we adjust these betas. We adjust betas based upon where we think they would have been except for the Nortel phenomenon of the last two years.

Now just to put things in perspective, we estimate risk premiums the same as Dr. Morin, risk premiums, equities over bonds. We think that risk premium has shrunk. We can estimate bond betas exactly the same as we can estimate equity betas. Bonds are risky, the returns on investing in bonds go up and down, the same as other securities. There was very little risk until the seventies ('70s), when they started getting these huge deficit financing problems in Canada.

The risk of investing above the debt markets in the U.S. and Canada increased dramatically. Up until a couple of years ago, in the mid-nineties ('90s), the betas of Long Canada bonds and U.S. treasuries were about point five (0.5), almost exactly the same as public utilities. In fact, to be honest, in the mid-nineties ('90s), it was extremely difficult to come up with a risk premium for utilities over Long Canada bonds.

And why was that? Simply because the Long Canada bond

market was being flooded with debt, and investors perceived that the Government of Canada debt was extremely risky. Utilities, on the other hand, didn't, were not affected by the same risk premium.

Since that point in time, there is governments who got their deficit problems under control, betas in the government bond market have come down. Risk of investing in Long Canada and U.S. treasuries has come down, which is why our risk premium estimates have gone up. It is important to recognize that these risk premium estimates are of equities over bonds, and the riskiness of bonds has not remained constant over the last thirty (30) years.

Okay, so when we look at the betas, we look at the risk premiums over Canada's, the pipeline betas are point three three (0.33) over the last five years, the gas/electrics, point three six eight (0.368), pipelines that we used in sub-index is point three three (0.33), gas/electrics, point four five (0.45). We think these are unreasonably low, because they are just affected by Nortel, they are not a reflection of the underlying investment risk.

We look at what the true betas would be, the long-run averages, and we adjust towards what we think they should be. So we come up with a beta of point five

(0.5). Bear in mind that we think these are too low, at prior expectation is the risk of a gas and electric stock with a beta of point five (0.5), or point five five (0.55). So we move up towards the average for gas and electrics and utility stocks.

So our estimates, Long Canada, six percent (6%), that seems to be uncontroversial. Market risk premium, statistical evidence, two and a half to three and a half percent (2.4% - 3.5%), we move it up because of our judgement that the risk attached to Long Canada has gone down, so we use four point five percent (4.5%).

Beta, we moved that up as well, the actual beta is point three (0.3), point four (0.4), we move it up to point five (0.5) because we think that those estimates are contaminated by Nortel. We think the utility risk premium is about two and a quarter (2.25) for an estimate of eight and a quarter (8.25).

We also use another model, called a multi-factor model, this is a state of the art model, it has been in the finance literature for the last five to six years because we discovered that other factors affect security returns, basically size, the liquidity of the stock, whether or not the stock is perceived as a glamour stock with very high marketable ratios, which

is defensive stock, taking that model, return to slightly lower, seven point one six to seven point six seven (7.16 - 7.67), overall, we recommend a return of eight point two five percent (8.25%), that reflects the lower risk attached to Government of Canada bonds, and as a result, the widening of the risk premium.

M. ANTHONY FRAYNE :

180 Q. Excuse me, Dr. Booth, could you just go back to the former slide? When we talked of the multi-factor model, seven point one six (7.16), this isn't something we add to the six percent (6%), it is the whole...

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

A. No, that is it, that includes the six percent (6%).

181 Q. Okay. I thought so, I just wanted to check. Thank you. Continue.

A. So comparison with Dr. Morin, the Long Canada yield is exactly the same, the difference is in terms of the market risk premium and beta coefficients. On the market risk premium, I have mentioned already Hatch-White, if that data is updated to nineteen ninety-nine (1999), the risk premium estimate comes down by almost one and a half percent (1.5%).

The CIA data, the Canadian Institute of Actuaries, I

have mentioned that I don't think that is reasonable, because it assumes that the riskiness of equities over bonds has been constant, and it hasn't. So those two are the Canadian estimates.

Ibbotson is U.S., which we use in the sense that we look at the data for guidance for what is happening in Canada, but the U.S. is not Canada, it doesn't have the same regulatory system, it doesn't have the same monetary policy, it doesn't have the same taxes, there is a whole host of differences between the U.S. and Canada. The barriers are coming down but there is no way we are even close to an integrated capital market between the U.S. and Canada at the moment.

Prospective discounted cash flow, we used this kind of cash flow estimates up until two years ago. The problem is those estimates come from a dividend yield of about one and a half percent (1.5%), the rest is just growth expectations over the next five years. So to be honest, it just amounts to asking analysts what do they expect the earnings to grow over the next five years. That is only very weakly related to expected returns. So we have stopped doing DCF evidence, and we never did rely upon growth expectations to start out with. But forty percent (40%) of this risk premium evidence of Dr. Morin is U.S. evidence.

Beta adjustments, so you take the market risk premium. We use adjusted betas. All that we mean by that is that we don't take the statistics without thinking about what has generated those statistics. So we look at what has happened to the utilities. We expect to see utility betas of around about point five (0.5), point six (0.6), when we estimate point three (0.3), and we can understand that Nortel is driving this, we are going to average with the mean, which is where we get our estimate.

The unadjusted betas of Dr. Morin are basically exactly the same as us, this is just a statistical exercise, anyone can go through and estimate these. His estimates are almost exactly the same as ours, it is a question of how you adjust them. Dr. Morin uses Value Line and adjust them with one (1.0). That relies upon the idea that the average risk for all stocks is one (1.0), so if you come up with an estimate of point two (0.2), you say, "Oh! I was wrong, it is a bad estimate, there is something wrong. I expect one (1.0) and I have got point two (0.2)." Therefore your average was one (1.0).

Utilities, you don't do that. If you estimate point two (0.2) with a utility, you say, "Well that seems to be very low, I expected point five (0.5), point six (0.6)." You adjust to point five (0.5), point six

(0.6), not one (1.0). These adjustments are for the overall capital market for all stocks. There is countless studies that have shown that utility betas average toward their mean, not average to the mean of the capital market.

And then finally, Dr. Morin's utility risk premiums. Well basically, it is U.S. evidence, U.S. electric prospective, U.S. electric historic, U.S. natural gas prospective, U.S. natural gas historic, a hundred percent (100%) U.S. evidence. Approximately eighty percent (80%) of Dr. Morin's evidence is U.S. evidence. We don't think that that is appropriate to enter directly into testimony.

We think it is useful to think in terms of whether our estimates reflect the same source of economic phenomena, which is exactly what we do when we look at U.S. testimony. But we think that it is not appropriate, the current stage, to rely upon U.S. evidence directly.

So the key differences between Dr. Morin and ourselves is not estimation, we estimate the same betas, we use the same data to come up with the market risk premium. The difference is relevance of U.S. evidence in Canada, we think it is useful as a guide but cannot be used directly.

Whether or not studies should be updated when you have got the date to update them, and when you know it is going to have a significant impact. Whether you look at the data and you actually use some judgement as to say, "Well, does this make sense? Has the risk remained constant?" And we don't think it has, and there is no evidence that the risk between Canada bonds and utilities or the market has remained constant.

Recognition that globalisation doesn't mean to say we suddenly become the U.S. We are all going to change, risk premiums across the world's capital market are coming down, because risk is coming down as we diversify.

Betas themselves, do betas need adjustment? We haven't adjusted betas for the last couple of years until this hearing, because betas didn't need adjusting, because they were close to where they were. But we can't ignore the impact of Nortel over the last two years, so we have adjusted our betas, we have moved them to average where they should be, not to one (1.0) because they are not as risky as the market as a whole, they are considerably lower risk.

So that summarizes our testimony.

(15 h 45)

Me GUY SARAULT :

Before we complete the presentation in chief of the evidence of Drs. Booth and Berkowitz, there are two elements on which I would like to have some comments by Dr. Berkowitz, I believe.

- 182 Q. First of all, you have heard the cross-examination of Dr. Morin and his evidence in chief yesterday and again, the rebuttal evidence presented this morning by my colleague on the question of the government guarantee and its effect on financial risk. Do you have any comments to make in this respect?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. Well, yesterday, Dr. Morin seemed to suggest that the guarantee and the capital structure were offsetting. Today, it seems to suggest that the guarantee only affected the financial cost. I think it is reasonable that investors would indeed see that the overall risk of the company was reduced with that guarantee.

- 183 Q. So, what would be your conclusion as to which approach you would take, yesterday's approach or today's approach?

- A. I would be more inclined to what he said yesterday in terms of the risk, overall risk an investor looking at a stock and comparing a stock, the same stock, with and without that guarantee, would see the stock with that guarantee as being less risky.

- 184 Q. Secondly, there has been some talk today and

yesterday late afternoon, during the cross-examination by maître Neuman of the closing of the books issue. Do you have any comments to express in this respect?

- A. We agree with the Coalition in that driven by the really differential or asymmetric information between consumers, ratepayers and the company, with respect to cost, that an asymmetric closing would be most beneficial or would be most fair at this time, initially, in that if the actual returns were above the allowed returns, they should be in fact given back to the ratepayers and if, in fact, the actual returns were below the allowed returns in this first year, they should be absorbed by the company. This is simply until the other side, the ratepayers, learn the costs and so they are operating on the same playing field.

Over time, we also -- we do agree with the company that over time this is the first step in a series of steps and we would recommend a PBR, additional steps leading to a PBR, first asymmetric closing and then a PBR following that.

185 Q. So your comments are, if I follow you well, are focused to this first year of ratemaking for TransÉnergie?

A. That is correct.

186 Q. Do you have any further comments to express at this

point in time on your overall evidence?

A. No, I do not.

187 Q. Thank you. Now, the witnesses are available for cross-examination.

LE PRÉSIDENT :

Maître Morel.

Me F. JEAN MOREL :

Oui, Hydro-Québec se lève pour peut-être vous proposer la pause à ce moment-ci, ça serait vraiment un moment idéal à mon contre-interrogatoire.

LE PRÉSIDENT :

D'accord. Alors, jusqu'à quatre heures et cinq (16 h 05).

Me F. JEAN MOREL :

Merci bien.

SUSPENSION DE L'AUDIENCE

REPRISE DE L'AUDIENCE

(16 h 20)

Me F. JEAN MOREL :

Alors, je serais prêt à commencer, Monsieur le Président, même en l'absence des témoins de la Coalition.

LE PRÉSIDENT :

Surtout de leur avocat.

Me F. JEAN MOREL :

Mais c'est ça, je n'ose pas.

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que vous attendez aussi votre témoin-expert,
Monsieur Morin?

Me F. JEAN MOREL :

Monsieur Morin s'est envolé pour la Georgie. Donc,
non, je ne l'attends pas.

LE PRÉSIDENT :

Parce qu'on l'a vu partir assez tôt dans le début du
témoignage de ces messieurs.

Me F. JEAN MOREL :

C'était pour des raisons de... comme je l'avais
indiqué, il devait absolument être libéré pour
demain. Il n'était pas disponible demain, puis en
fait, les seuls arrangements de transport qu'il
pouvait avoir, c'était assez tôt cet après-midi.
Donc, j'ai eu ses commentaires, ses conseils...

LE PRÉSIDENT :

Avant.

Me F. JEAN MOREL :

Son coaching avant de partir.

LE PRÉSIDENT :

Non, c'est juste parce qu'on se posait la question de savoir si demain, si jamais... je ne sais pas pour combien de temps vous en avez, là...

Me F. JEAN MOREL :

Ça ne sera pas long, moins long encore que ce que j'avais annoncé.

LE PRÉSIDENT :

Mais c'est parce qu'il y a aussi la Régie.

Me F. JEAN MOREL :

Oui oui, mais ça...

LE PRÉSIDENT :

C'est parce que je me disais si jamais l'urgence est moins grande, peut-être que ça pourrait être prolongé demain plutôt. Maître Sarault, c'est juste qu'on avait constaté l'absence de monsieur Morin et on se disait, somme toute, que Hydro-Québec a bénéficié à l'avance de ses conseils, de telle sorte que l'urgence d'en finir aujourd'hui absolument, on se demandait si ça tenait toujours. Est-ce que vos témoins doivent quitter ce soir ou si ça peut être

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PANEL 1 - THÈME 3
COALITION INDUSTRIELLE
Int. Me Sarault

prolongé à demain matin?

Me GUY SARAULT :

Can you come back tomorrow...

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. No, I have to leave tonight.

Me GUY SARAULT :

You have to leave tonight.

Me F. JEAN MOREL :

Moi, je ne prendrai définitivement pas beaucoup de
temps.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Est-ce qu'il y en a d'autres dans la salle à part
Hydro-Québec et éventuellement Hydro-Québec qui
auraient des questions? Pour combien de temps, Maître
Gauthier...

Me JEAN-FRANÇOIS GAUTHIER :

Deux, trois questions.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Fort peu donc, quelques minutes. GRAME-UDD combien de
temps?

M. YVES GUÉRARD :

Quelques questions tout dépendant des réponses.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Et quelques minutes aussi, cinq à dix minutes. Donc un quinze (15), vingt (20) minutes de ce côté-là. La Régie?

Me PIERRE R. FORTIN:

La même chose, Monsieur Tanguay.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Donc, c'est pensable de boucler dans une heure et des poussières pour tout ça.

Me GUY SARAULT :

C'est ça, mais il serait peut-être important aussi qu'on sache le plus tôt possible s'il y a une contre-preuve de Hydro-Québec, contre-preuve qui inclurait le docteur Morin. Si oui, à quelle date. On avait réservé tentativement le quatorze (14) mai, si je me souviens bien. Ça aussi, évidemment...

Me F. JEAN MOREL :

Je ne peux pas vous l'indiquer à ce moment-ci s'il y aura contre-preuve. Comme j'ai fait depuis le début, j'ai toujours voulu réserver mes droits. Je l'avais entendu de toute façon de cette façon-là que le

quatorze (14) mai pourrait être une possibilité et que, effectivement, je devrais me brancher le plus tôt possible et aviser la Régie et les parties, les intervenants en conséquence, mais il est sûr que la contre-preuve ne viendra pas ce soir ou demain. Ça serait le quatorze (14) mai et j'aviserai la Régie aussitôt que possible.

LE PRÉSIDENT :

Alors, allez-y.

CONTRE-INTERROGÉS PAR Me F. JEAN MOREL :

Merci bien, Monsieur le président.

188 Q. Good afternoon, gentlemen.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

Good afternoon.

189 Q. I will be putting my questions to you in English. I may use the odd French word when I am stuck, but hopefully I will not get stuck. So I think it will be easier for our exchange. As I was indicating to the Régie, I have but a few questions for you and basically I would think questions just in order to get some sort of a little more details or a little more indications as to what you mean in your evidence. I will start off by -- I am referring to your written testimony or your written evidence in these proceedings. I believe it is Coalition-2,

document 1.

And I will start off at page 16. And then, the question put to you in writing was "What are the key features of TransÉnergie's system?" And then, in the answer, you say, at the end of line 16:

While rates for hookup by generators will be distance sensitive to ensure locational efficiency...

And I was wondering where in Hydro-Québec's evidence you -- or what in Hydro-Québec's evidence led you to make such a statement?

A. Off hand, I cannot recall the source of that and I will attempt to find it, the reference for it.

190 Q. Very well. I was going to put to you that, subject to check that that is not the case. And similarly, the next sentence reads:

The postage stamp tariff is set to recover all the common transmission costs, which apart from the direct costs of the system also includes line losses.

And again, my concern here is that you affirm that the costs include line losses. And again, if you could confirm to me where you got that from the

Hydro-Québec evidence?

LE PRÉSIDENT :

Alors, est-ce qu'on considère ça comme des engagements, Maître Sarault?

Me GUY SARAULT :

Je penserais que oui.

LE PRÉSIDENT :

Engagement Coalition numéro 1?

Me GUY SARAULT :

Ça serait engagement... est-ce qu'il y avait des engagements dans la Coalition...

Me F. JEAN MOREL :

Vous en avez déjà, oui.

Me GUY SARAULT :

Ça va être engagement numéro 3. Alors, on peut les mettre ensemble. Si vous voulez les formuler, Maître Morel, s'il vous plaît.

Me F. JEAN MOREL :

Le premier, c'est... the first undertaking is to indicate where or from what part of Hydro-Québec's evidence in these proceedings you made the statement

that "rates for hookup by generators will be distance sensitive to ensure locational efficiency". And that would be the first part and the second part is where you indicate that "the postage stamp tariff is set to recover all the common transmission costs, which apart from the direct costs of the system also includes line losses". Again, please indicate from what part of Hydro-Québec's evidence you conclude that the common transmission costs include line losses. And then, again, subject to checking, I would indicate to you that that is not the case that the line losses are over and above the transmission costs.

COALITION-3 : Indiquer où, dans l'évidence de Hydro-Québec, on retrouve les affirmations faites dans la présentation des Docteurs Booth et Berkowitz à la page 16, aux lignes 16-19.

(16 h 30)

LE PRÉSIDENT :

Allez-y, Maître Morel.

Me F. JEAN MOREL:

Merci, Monsieur le Président.

191 Q. Again, this is only for clarification, because I

believe you've indicated that there is at least agreement on this point; at page 22 of your written evidence, firstly you indicate that you feel that TransÉnergie's system is comparable to the main line gas transmission assets of TransCanada and then you state that the -- and that you recommend that the TransÉnergie transmission system has, such as TransCanada, thirty percent (30%) common equity ratio, and then you indicate that, in your view, the requested common equity ratio of thirty-two point five (32.5) is marginally conservative.

I guess -- not I guess -- I'm quite certain you were here this morning when Mr. Robillard testified to the fact that thirty-two point five (32.5) represented the mid-range of doctor Morin's recommendation and that TransÉnergie adopted for the thirty percent (30%). Were you there?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. That's correct, yes.

192 Q. Okay. So, therefore, my understanding is right that when you say that there is at least agreement on this point it's that Hydro-Québec itself seeks a thirty percent (30%) deemed equity ratio and that is your recommendation.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. That's correct, we seem to agree on the full cost long Canada rate and as well on the equity rate ratio.

193 Q. Okay.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. Relative to TransCanada Pipeline, we will be entering evidence in the TransCanada Pipeline case, okay, in the next two months, and to say the impact of Alliance & Vector on TransCanada and to say that TransÉnergie is the same risk right now with that company, that would be probably premature.

194 Q. In which, by curiosity, which proceedings is that?

A. National Energy Board.

195 Q. The TransCanada...

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. TransCanada stated to its investors that it intends to file an application before the National Energy Board and it's been saying this for about the last six to nine months, and we have not actually seen the filing yet.

196 Q. Okay, that was my understanding and I thought maybe...

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. But we are waiting for it.

197 Q. You got an inside...

A. But our understanding is that they settled everything but rate of return, so...

198 Q. While we're... maybe I can ask this while we're on the subject of TransCanada. What is TransCanada's approved rate of return at this time?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. It's set by an adjustment mechanism, so I cannot actually remember exactly what the full cost consensus long Canada rate was for the year two thousand (2000) and the year two thousand and one (2001) but it is set by a formula, I think it is of the order of nine point eight percent (9.8%) but it depends exactly what the full cost long Canada rate was I think in October of the year two thousand (2000), so we don't have the exact numbers.

199 Q. But again, subject to confirmation, you are of the view that it should be around nine point eight percent (9.8%)?

A. I think if the... what happens is that it is based upon the consensus forecast, I think, for October of the year plus the spread between the long Canada's and the consensus forecast for the over ten's and then there is a purely mechanical calculation given that information as of October, and I think probably the forecast was about six percent (6%) in October and I am not even sure about that, but that would

have produced about nine point eight percent (9.8%).
So, maybe five or ten basis points on either side.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. But that would be the rate that would come from the adjustment mechanism which is an administrative expedience. I would tend to think, okay, looking forward, looking at our market risk premiums that we would not in fact be recommending nine point eight percent (9.8%), okay. That, remember, is a compromise for administrative expedience. It's not the... what we believe that economically should be justified.

200 Q. But it is nevertheless the approved rate of return?

A. Yes, as long as we agree that it's the approved, right.

201 Q. Yes; thank you. Maybe we can continue on with TransCanada. With, and I'm -- the background being the, in your view or your feeling, that the system is comparable to the main line, that the TransÉnergie system is comparable to the main line gas transmission assets of TransCanada with the caveat that you have made with respect to future, to your participation in future hearings, again, I made, I think you agreed I made, and I want to confirm that, I made the statement that the deemed equity ratio of TransCanada is thirty percent (30%).

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. That is correct, all of the main line gas transmission, pure gas transmission is deemed thirty percent (30%), the only difference is West Coast where they are allowed five percent (5%) because West Coast has considerable gathering and gas processing plants, so the National Energy Board allows a high equity ratio.
- 202 Q. Let's assume that your nine point eight (9.8) approved rate of return for TransCanada is accurate, with five basis points up or down as you have indicated, I grant you that, what would be the risk premium in this... in such a rate of return.
- A. I think it's about three hundred and eighty (380) basis points. Originally, the National Energy Board set the deemed risk premium at three percent (3%) when long Canada's were nine and a quarter (9.25), full cost long Canada's were nine and a quarter (9.25) and then basically the risk premium changes by twenty-five percent (25%) of the change in the long Canada full cost from nine point two five (9.25) so if the long Canada rate is six percent (6%), it is dropped by three and a quarter (3.25), so the risk premiums increase by one quarter of three point two five percent (3.25%).
- 203 Q. Would you know what is TransCanada's beta?
- A. We know what TransCanada, the rated company that is traded it in the capital market is but the beta for

TransCanada to the transmission, the actual transmission assets is not available because it is not traded, what is traded is the holding company, which includes all of its international operations as well as TransCanada, as well as NGT. And we have that in our testimony.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. Even if you did that, it would be based upon the last five years and so you may have to use judgment to reflect what the future looks like, okay, for this company because, there's a lot of additional events that had happened like Vector & Alliance that weren't around five years ago. And the data, the calculated beta is the last sixty (60) months, which is five years.

204 Q. Okay.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. Point two three eight (.238), TransCanada Pipeline's beta for the last five years.

205 Q. Okay. And you say that is in your evidence?

- A. That's correct. That's Schedule B1. We think that sounds reasonably low because it is the opposite of Northern Telecom and BCE, TransCanada Pipeline's stock market performance in nineteen ninety-nine (1999), it was very, very poor, it went down as the stock market went up, so you have got a biased low

estimate for TransCanada's risk. So we would not be entering evidence to say that TransCanada's risk is a beta of point two three eight (.238). That underestimates it.

- 206 Q. Thank you. Were you, when you refer to the TransCanada's wish or attempt, or announcement, or whatever, indication that it would seek review of its ROE, I think you've indicated that the circumstances had changed somewhat from the earlier...

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. Dramatically.

- 207 Q. ... circumstances, one being, I guess, other new pipelines. Would that be it or?

- A. Well, several factors. The duty of TransCanada's board of directors and its management is to create shareholder value and get the stock price up as high as possible. And when the stock dropped from twenty-five (25) to nine eighty-two (9.82), I think, and they cut the dividend, of September, October, nineteen ninety-nine (1999), investors were not very happy with TransCanada and analysts and investors were screaming at the management.

So it was the duty of the management to try to look at all possible areas to try and improve operations. They announced major divestiture programmes, selling basically all of their non-core operations and

throughout two thousand (2000) they embarked in a programme to sell, I forget exactly how much, but it was over a billion dollars worth of assets, and it was all of the unregulated assets outside of Canada.

And as the stockmarket saw that they were divesting themselves of operations where they had not done very well, refocusing on core operations, the stockmarket performance, TransCanada went from nine eighty (9.80) to up to nineteen dollars (\$19.00) and some of the pressure on filing disappeared.

So, we're been waiting for the filing, they have indicated that they are unhappy with the return on equity and the capital structure but it remains to be seen whether now that the stock price is back up to eighteen dollar (\$18.00) whether they actually do file.

208 Q. But for ratemaking purposes, I think you are aware, you would agree that TransCanada has many deferral accounts.

A. Absolutely, my understanding is that it is effectively the same as if it was a full cost service pipeline like Foot Hills or A&G, which they basically recover all of their costs on almost a monthly basis by passing them on to the shippers for the following month. TransCanada is on a full test year basis but they have so many deferral accounts that for all

intents and purposes there is almost no variation in their return on equity.

209 Q. And would you say that such deferral accounts would reduce the risk?

A. Absolutely, we're on record as saying that wherever possible deferral accounts should be used to manage risks that management really cannot handle, such as weather-related risk. We have recommended to a variety of boards that stockholders should not be responsible for the fact that it is a warm winter or cold winter, any cost attached to those unpredictable circumstances should just be routed into deferral accounts and passed onto to customers. And that way the allowed return can be lower.

210 Q. And to the extent that TransÉnergie is not seeking at this time any deferral accounts, any at all, would that make it -- would that increase its risk?

A. No, TransCanada has a whole variety of customers, it has to recover its cost from a whole series of people buying firm capacity, short term capacity. My understanding is the bulk of transmissions revenue requirements is just passed on to Hydro-Quebec. So, it is a big difference if in fact you are recovering your cost from a variety of people to recovering it from one group.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. Years ago it used to be that the TransCanada

customers reserved under long term contracts, now there is much more, I mean, first of all, they have lost a number of these long term contracts and is much more of the customer basis going to a short term contract, which they're arguing, I'm sure, is going to make them riskier.

And so that there's a number of different things that, way beyond, okay, the simple idea of deferral account that you are alluding to, that affects that company and does not affect TransÉnergie. The debt guarantee, there is no one that stands behind, okay, TransCanada and guarantees their debt, as there is in TransÉnergie's case.

211 Q. Sorry, I missed the last part.

A. There is no one that stands behind TransCanada's debt and guarantees it as does Hydro-Quebec to TransÉnergie. There is a number of factors that don't... these are not similar companies, you cannot look at only one factor like deferral accounts that TransCanada has and TransÉnergie does not and say because TransCanada has these deferral accounts it makes them less risky. I think that would be unfair to say that, or to allude to that, you have not said that, but to infer that.

212 Q. But you nevertheless indicated that the system, the TransÉnergie system was comparable to the main line gas transmission assets of TransCanada.

- A. In a number of ways.
- 213 Q. Okay, well, that is what I was exploring. I was starting...
- A. Yes.
- 214 Q. ... I was starting from your...
- A. Sure.
- 215 Q. ... statement.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. Now, I think the basic fact is that natural gas and electricity both have production centres, they both have transmission to get to markets and then they have distribution. And the core of all of the system is the transmission, you can't pass natural gas out of Alberta without going through West Coast or without going through TransCanada, or subsequently Alliance.

So, to the extent that the gas has to flow, it has to flow through the transmission system, to the extent electricity has to come down from Churchill Falls or James Bay it has to flow through the transmission system.

The underlying business risk, the nature of the transmission systems are very, very, very similar. What differs is the regulatory response that we treat regulations as modifying the business risk, in the

case of TransCanada, given a different shipping profiles in terms of billing for the... for different types of service, they have evolved, the whole variety of deferral accounts, they are not needed, with all the regulation mode, such as A&G's or Foot Hills', or TransÉnergie's.

In all of these systems we think that the revenue side is very, very, very, very, very, very low risk as almost guaranteed revenue side. The only question is full costing of the expenses and the vast bulk of the expenses at TransÉnergie as is in fact for TransCanada, are fixed. We're just talking about some full costs and risk involved in RNM expenses. So we think they're very similar.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. If I could add one thing to that?

216 Q. Yes.

A. These fixed costs and these high percentage of fixed costs make these companies natural monopolies with long-run decreasing average cost periods and that is the reason, okay, that these companies are regulated in the first place and that is one of the two reasons that I would suggest that they have this low risk, relative to other firms that are not regulated. And that is what my colleague alluded to in the presentation that regulatory risk does not add, or a

regulation does not necessarily add a risk, it reduces the risk relative, okay, to a company that is not regulated.

Because of the nature of the production, okay, of the product in these industries, as well as the demand elasticity for the product that is being sold, okay. This, whether we are talking about electricity, we are about natural gas, these two products have very, very low price elasticities of demand, okay, again, which adds to the very low-risk nature of this industry and we see it in these companies having relatively low betas, okay, to the competitive firms and the rest of the market.

- 217 Q. Thank you. Now, when you say "these companies", I understand, and that is where I am stuck right now, you are describing TransÉnergie as well as TransCanada, and I understand that basically, I still understand that basically they're comparable, comparable in risk as well because you say that, or you seem to argue that the deferral accounts with TransCanada does not make it less risky because TransÉnergie does not need such deferral accounts, so therefore, I gather the risk must be similar. This being said, I was wondering why TransCanada would have an approved rate of return of nine point eight (9.8) and you would recommend eight point two five (8.25) for TransÉnergie.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. Oh, that's easy to explain; when we were before the National Energy Board in nineteen ninety-four (1994), we did not recommend this adjustment mechanism, we said quite clearly what we felt was a fair rate of return, which was less than what the National Energy Board allowed.

We also said, and we still firmly believe, that having annual rate hearings to hear a lot of rate of return testimony isn't in the best interest of consumers, because these are expensive hearings. And we said that an adjustment mechanism makes sense in lowering hearing costs, we think that if there is some inaccuracy in terms of the allowed rate of return of the long hold, that is cheaper and it is better for ratepayers if they have an adjustment mechanism because it cuts down on hearing time.

We don't think TransCanada, an allowed return of nine point eight percent (9.8%) is fair, we are not, certainly not going to be recommending that if we are asked to testify, we will probably come in at eight and a quarter (8.25).

(16 h 55)

- 218 Q. I am referring, in the line with what you have just said, I am referring to your response to question 32.1, in exhibit Coalition-2, document 2, your

responses to the information requests?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. Yes.

219 Q. And you answered question 32.1 by filing this table. Obviously, since the question put to you was to provide a list of the non-telephone rate cases in which you have testified on rate of return matters in the last five years, that would not include the one we just discussed, the generic NEB hearing that was held in nineteen ninety-four (1994)...

A. That is correct, that is nineteen ninety-four (1994), May ninety-four ('94).

220 Q. Right; and where you have indicated that the NEB decision with respect to the rate of return formula and that the resulting rate of returns for the pipeline companies exceeded your recommendation, from this table that you have provided as a response, is it not consistent in all those proceedings where you have recommended a rate of return that the one that was eventually approved or settled upon is consistently higher than the one you have recommended?

A. That is correct.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. But it's also, if I could just add that in each one of those cases, the approved return is also lower

than the expert witness on the other side. And in fact, when you look at the difference between the approved return and our recommended return, that difference is often significantly less than the difference between the approved return and the return recommended by the company's expert. So you have to keep that in perspective.

221 Q. Is that shown from the table?

A. No, it was not asked for.

222 Q. Moving on to pages 42, 43 of your written evidence or -- sorry, with respect to pages 42 and 43, I am referring you to your answer to question 32.4, and that would be in Coalition 2, document 2. And at the last sentence of that, I am trying to understand the last sentence of that response where you say:

Currently, we are recommending an almost 300 basis point premium over current Long Canada Bond yields.

If that was the case, would your recommendation not be nine percent (9%)?

A. Could you repeat the page?

223 Q. Yes, I have just been told that my reference was totally off. There is no page number, but the question is question 32.24 of Coalition-2, document 2. Apparently, I said 32.4, but that must be the translation...

A. Okay, now we have that. So, could you repeat the question?

M. FRANÇOIS TANGUAY :

Voulez-vous attendre un petit instant, juste une seconde?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. Yes, sorry.

LE PRÉSIDENT :

Je m'excuse, Maître Morel. On a un problème, c'est parce qu'on arrive à cinq heures (17 h), puis on a des analystes à l'extérieur qui doivent quitter, puis on voudrait savoir pour demain comment on s'organise. Je m'excuse de vous interrompre là-dessus, là...

Me F. JEAN MOREL :

Oui, pas de problème.

LE PRÉSIDENT :

Mais c'est juste qu'on pourrait certainement remettre à demain la preuve de l'ACEF et puis le GRAME-UDD, sauf qu'on se demandait, si on commençait vendredi la preuve avec le panel sur le thème 4 avec monsieur Biron, s'il y avait moyen de s'organiser pour finir vendredi; sur le thème 4 C'est parce que monsieur Biron est absent presque quatre semaines, je pense.

Me F. JEAN MOREL :

Ça paraît peut-être à notre avantage, mais effectivement, demain, le panel, c'est un panel de six témoins qu'on a déjà "rounded up", qu'on a déjà...

LE PRÉSIDENT :

Préparé...

Me F. JEAN MOREL :

Plus que préparé, on a réussi à l'avoir, pour les audiences de demain et également vendredi. Je n'ai pas le détail de la journée devant moi, mais vendredi, on me dit que ça devrait ne pas effectivement, comme on l'indique là, prendre toute la journée.

Ça fait que ça serait plus simple si c'était possible de reporter l'audience de la preuve de l'ACEF et de GRAME-UDD à vendredi, compléter la journée de vendredi avec cette preuve-là plutôt que d'essayer de déplacer, de repousser les témoins de demain.

LE PRÉSIDENT :

Mais je comprends que ce panel de six personnes sera disponible aussi vendredi?

Me F. JEAN MOREL :

Oui, oui.

Me GUY SARAULT :

Ça fait que le GRAME-UDD s'en va à vendredi?

LE PRÉSIDENT :

C'est ça, mais ça peut être aussi au quatorze (14).

Me F. JEAN MOREL :

Ou au quatorze (14) mai, oui.

M. FRANÇOIS TANGUAY :

On est arrivé à vous, là.

LE PRÉSIDENT :

Oui, Monsieur Barbeau.

M. VITAL BARBEAU :

Oui, merci. Alors, c'est ça, nous, on avait prévu passer aujourd'hui. On était présent, il y a Richard Dagenais et moi-même qui devons témoigner, on était tous les deux présents. Je prévoyais... j'ai réussi à libérer la journée et à me rendre disponible la journée de demain aussi parce que la procédure traînait un peu ce matin, mais là, vendredi et au début de la semaine prochaine, c'est certain que moi, je ne peux pas être disponible.

LE PRÉSIDENT :

Mais vous seriez disponible le quatorze (14) mai?

M. VITAL BARBEAU :

Le quatorze (14) mai, il faudrait que je vérifie la disponibilité.

LE PRÉSIDENT :

C'est parce qu'on avait dit que le thème 3, s'il devait continuer, serait continué le quatorze (14) mai. Parce qu'il y a Hydro-Québec qui va peut-être faire une contre-preuve, ça fait qu'on se disait, bien, écoutez, on va mettre ça le quatorze (14) mai parce qu'on ne pourra pas tout faire ça aujourd'hui certain.

M. VITAL BARBEAU :

Non, mais pour ce qui est de la preuve des intervenants, normalement, ça devait se faire aujourd'hui. Je pense que dans les circonstances, ça devrait plutôt se prolonger demain plutôt que le quatorze (14), que de reporter ça au quatorze (14).

LE PRÉSIDENT :

Alors, c'est votre point de vue.

Me F. JEAN MOREL :

Monsieur le président, est-ce que je peux demander à

monsieur Barbeau combien de temps il entend... de
combien de temps lui et monsieur Dagenais ont besoin
pour présenter leur preuve.

M. VITAL BARBEAU :

Une heure environ.

Me F. JEAN MOREL :

Et GRAME-UDD?

Me JEAN-FRANÇOIS GAUTHIER :

Alors, ça sera quinze (15) minutes pour nous environ.
C'est ce qu'on disait tout à l'heure, c'est ce que
j'allais amener. Pourquoi on ne commence pas demain à
huit heures trente (8 h 30) pour aider à terminer...

M. FRANÇOIS TANGUAY :

C'est parce que vous êtes frais arrivé dans la cause,
mais il y en a plusieurs que ça fait trois semaines
qu'ils sont...

Me JEAN-FRANÇOIS GAUTHIER :

C'était une proposition, Monsieur le régisseur, parce
que moi, je considère... bon, nous, de notre côté, on
n'en a pas pour longtemps, mais c'est sûr que de
reporter ça au quatorze (14), moi, je n'ai pas
principalement d'objection, mais pour que ce soit
plus frais à la mémoire de tout le monde...

LE PRÉSIDENT :

Alors, ce que nous avons décidé, c'est on va continuer demain matin, vers neuf heures et demie (9 h 30), GRAME-UDD et puis l'ACEF de Québec. Cependant, pour ce qui est de votre panel, on pourrait l'entreprendre dans l'après-midi, parce qu'ils vont prendre une bonne partie de l'avant-midi, ça fait qu'on est aussi bien de commencer à une heure et demie (13 h 30) demain après-midi plutôt que de les faire venir...

Me F. JEAN MOREL :

Parfait.

LE PRÉSIDENT :

Puis vos témoins ne seront pas obligés d'être ici à huit heures trente (8 h 30) ou à neuf heures trente (9 h 30), là.

Me F. JEAN MOREL :

Surtout huit heures trente (8 h 30) si ça commence à neuf heures trente (9 h 30)...

LE PRÉSIDENT :

Non, mais ça va leur permettre de commencer juste à une heure (13 h) puis...

Me F. JEAN MOREL :

Parfait, donc, on apprécie, on apprécie à ce moment-là.

Me GUY SARAULT :

Donc, c'est neuf heures trente (9 h 30) demain pour...

LE PRÉSIDENT :

Neuf heures trente (9 h 30) pour GRAME-UDD et ACEF.
Et puis dans l'après-midi, à une heure trente (13 h 30), on commence le panel du thème 4.

Me F. JEAN MOREL :

Le premier panel du thème 4.

LE PRÉSIDENT :

O.K. Ça fait que là, on convient que monsieur Biron va être disponible jusqu'à vendredi après-midi, là, au besoin.

Me F. JEAN MOREL :

Oui.

LE PRÉSIDENT :

Merci. Alors, excusez-nous, c'est qu'il y a de l'intendance à faire, là.

Me F. JEAN MOREL :

Mais vous ne le comptez pas sur le temps que je prends avec les témoins.

LE PRÉSIDENT :

Non, mais on pensait que vous aviez... on avait compris que vous aviez fini, mais...

Me F. JEAN MOREL :

Non, il m'en reste quelques-unes encore, mais pas beaucoup, Monsieur le président.

- 224 Q. I guess we were at your response to question 32.24 and I was quoting the last sentence in that response which reads:

Currently, we are recommending an almost 300 basis point premium over current Long Canada Bond yields.

And I was wondering if that would not make a recommended rate of return of nine percent (9%) rather than eight point two five (8.25)?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. At the time that we answered this IR request, long Canadas were at five point five percent (5.5%) or five point two five percent (5.25%), so that point,

our recommendation was three hundred (300) basis points over long Canadas, but our recommendation is based upon our forecast long Canada rate which has not changed, of six percent (6%).

Our recommendation over current long Canadas has dropped to twenty-two hundred and twenty-five (225) basis points, because we still recommended eight point two five (8.25) and current long Canadas are about six percent (6%).

So, our recommendation at the moment is two hundred and twenty-five (225) basis points over current long Canadas. And if current long Canadas drop to five percent (5%) over the next couple of months, it would be three hundred and twenty-five (325) basis points, but our recommendation is over forecast long Canadas, which has not changed.

- 225 Q. Thank you. Now, in your response to further questions that were put to you by your counsel, Maître Sarault, after you made your presentation, with respect to the closing of the books, Dr. Berkowitz, you -- Professor Berkowitz, you indicated that, or expressed the view that an asymmetric closing at this time, not indefinitely, I understand, but at this time would be more fair and I did not quite understand why it would be more fair than a symmetric closing?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. In economics, we have a term called "asymmetric information" and there is a whole theory about asymmetric information and how, if people have more information than other people, that an advantage can be taken at that information. We have problems called "adverse selection problems" and you may have -- the example is used automobiles and then, only poor automobiles would be put up for sale, good automobiles never would, because the seller of a good automobile always knows it is good and the buyer does not know the quality. So, in fact, you do not even judge it is average quality and pay a price based upon the average quality. So, therefore, a high quality automobile would never be put up for sale.

We have moral hazard problems whereas individuals also take advantage of their information that the other side of a contract does not have. And in this particular situation, I am talking about equity and one side of the equation, the company, has greater experience and more knowledge about the cost than in fact the other side does. So, there is this asymmetric information.

So from an equity standpoint, the only way to overcome that is to have an asymmetric closing; until the -- it is always the case, that you can never

write a perfect contract to in fact incorporate these kinds of things, but until you can in fact improve the information on both sides, equalize the information that is, an asymmetric closing would be fair in that sense, would be more equitable, okay, to the ratepayers. And that is what I mean by that, fairer in an equity standpoint.

226 Q. But the whole process of ratemaking and the Board's decision as to what constitute just and reasonable rates and a fair return on equity and so on, would it not make it symmetric in the sense that the information would have been tested at the hearing would have been judged upon?

A. There still should be a fair return and fair return is an equitable return, and the closing indicates what happens, okay, to earn returns above the fair return and earns returns below the fair return.

So we are talking about an ex post adjustment from that fair return, and we do not know what is going to happen, if the Board makes a decision of an allowed return that is based upon some estimates of what the returns will be in the future market and so on. And then, we are looking at a comparison in the trueing up of the actual versus the allowed. And so, this is an ex post adjustment after this presumably fair allowed return was established.

227 Q. I appreciate that, but it is your justification for

it to be asymmetric rather than symmetric, that is why I am putting to you that the ratemaking process, the testing of the information in these proceedings and the eventual decision of this Board, based on this information being tested by the interveners and the Board being informed by you, does it not make the eventual rates just and reasonable and a fair rate of return and, given the, I guess the eventual earned return if you are of the view that the closing of the books is a possible procedure, why should it not be symmetric in this regard, in this sense that the information would not be asymmetric as you...

- A. The information is asymmetric ex post, ex post after the fair return is allowed by this Board for the test year. During that period of time in which the company is operating, during that test year, the company has more information than ratepayers do. So to overcome that, we are talking about an asymmetric closing for that first year.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. I will give an example on this. We are involved with one company, a very big company that came before a board and they had some information and an equivalent company was on performance base regulation and I basically said, look, why don't you go with the performance base regulation for this company, some sort of the sharing of the gains. And they said,

well, the trouble with it is we do not know enough about the costs. We have not had enough rate hearings. We have got aggregate information but we have not been able to get into the full cost structure. So we do not really know what is a reasonable cost structure, so we are not willing to get into performance base regulation when they know all about their cost structure and we do not. We need a few more rate hearings so we can find out exactly what a fair level of cost is.

So, that was a response for a major company, it was actually Nova Gas transmission where the shippers refused to go into performance base regulation until it had enough rate hearings to understand the true cost structure of the company.

Now, that is a similar situation faced here. Do you go into some sort of performance base regulation where you share the gains, where there is not really enough information, from our understanding ,to challenge the cost structure right upfront.

So, this first hearing, it makes more sense for an asymmetric payoff in order to encourage the company to basically come in with as reasonable costs as can be forecast so it does not get penalized for cost overruns.

So, the asymmetric payoff, and my colleague mentioned this, is because of the fact that we do not have enough information, at least that is my understanding, on the true cost structure of TransÉnergie. And this has been the situation in other jurisdictions as well.

(17 h 15)

228 Q. In other jurisdictions where you have appeared, or in one other jurisdiction where you have appeared, are their closing of the books symmetric or asymmetric?

A. No, to be absolutely honest, I am not quite clear what closing of the books really means. My understanding is that it is basically a deferral account, so that any sort of cost overruns at the end of the period are rolled into a deferral account and are allocated. So the analogy I was drawing was with performance-based regulation, where you share the gains from good performance. And the analogy there was that companies were not chippers and intervenors were not willing to get into performance-based regulation until they had a good understanding of the cost structure of the firm. And my understanding is that is essentially the situation at this point in time.

229 Q. And I guess, you have answered my question in the sense that not being too sure of what the closing of the books are, you haven't come across such a procedure in other jurisdictions where you have

appeared?

A. That is correct.

230 Q. Okay.

A. My understanding is that it sounds a bit like historic rate base.

231 Q. Okay. Thank you. Now I would like to bring your attention to your presentation at the beginning of these proceedings. And specifically to start off, at Page 18, where you are discussing or presenting U.S. evidence. First of all, would you agree that the American market is a more mature market?

A. I would think before the Internet bubble of the last two years, I always believed the American market as the deepest, most liquid capital market in the world was the most efficient.

232 Q. Would you agree that it is also the, more diversified than the Canadian market, the Canadian one?

A. Yes, they certainly have industries we don't have in Canada though, which is why Canadian investors should be buying stocks like MERCK, stocks like AOL, because they don't exist in the Canadian market. We have too many "tech" stocks and too many natural resource stocks.

233 Q. Okay. When you were presenting this table, at Page 18, and when you were comparing the results for equities for the nineteen twenty-six to nineteen fifty-six (1926-1956), which appear to be thirteen point zero five (13.05), with the same results for

equities for the period nineteen fifty-seven and nineteen ninety-nine (1957-1999), where the number has increased to thirteen point four four (13.44), you have given sort of an explanation, a quick explanation as to why that number would have increased -- do you recall that?

A. That is correct, I have the advantage of knowing what the number is for the year two thousand (2000), because it goes down.

234 Q. But what was your...

A. Well, my explanation for that, I mean first of all, we are looking at these numbers, and we are trying to work out why has the number gone up, why has the number gone down. The riskiness of the U.S. equity market has gone down, compared to the earlier period, you would expect the equity returns to go down in the U.S. as the way they have gone down in Canada.

So in fact, they have gone up. Now part of that is due to the fact that we had a run-up in Nortel in Canada, they have had a tremendous boom in the U.S. equity markets for the last several years, it is just visible over the last eighteen months. If you update the information to add two thousand (2000), the U.S. equity market returns go down, quite considerably.

So there is always the problem of estimating returns as of the end of nineteen ninety-nine (1999), that,

what, turns out to be the end of a big boom market in the U.S. market, estimates tend to be a little bit high. And if you add a few years when the market is down, the estimates go down a little bit.

235 Q. Okay. And you, I think you indicated or, at that time, that you felt that probably the market had over-performed beyond the investors' expectations?

A. Certainly beyond my expectations. If you look at the expected, if you look at the actual returns in the U.S. markets over the last three to four years, returns of the order of twenty, twenty-five percent (20% - 25%), these could not possibly have been expected. They are way in excess of what people have got a reasonable expectation.

Just as they didn't expect the market to go down fifteen percent (15%) last year. Nobody buys equities if they expect the return to be minus fifteen percent (- 15%). So that wasn't expected, returns of twenty-five, thirty percent (25% - 30%) weren't expected. So that is why we have to back over reasonably long periods of time.

But all I am saying is, for the U.S. market, these estimates end in nineteen ninety-nine (1999) at the top of a boom market after a year of very, very high equity returns. So I would tend to believe the U.S. equity market probably over-performed a little bit.

And when you add in two thousand (2000), the numbers come down. Of course, the stock market hasn't done as well over the last eighteen months.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. If I could just even add something there. I have data right here in front of me that says that the S&P 500, that average five-year return ending March thirty (30), was seventeen point six percent (17.6%). And we know, anybody who studies capital markets knows that you can look at any five or ten-year period on the average, okay, over any horizon you want, just keep going back, and equity markets earn around ten percent (10%).

So if you are looking at this past five-year period, okay, even with the recent down current, the S&P 500 average was seventeen point six percent (17.6%), which says that they did out-perform. It is clear that they have out-performed the historical average.

- 236 Q. Okay. Now back to Page 15, where, for the period nineteen twenty-four to fifty-six (1924-56), Canadian equities, your number is thirteen (13.00), and for the period nineteen fifty-seven/nineteen ninety-nine (1957-1999), your number is eleven point four two two (11.42), therefore the number has decreased. Couldn't it be possible then that, in this instance, the market under-performed below the investors'

expectation?

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

- A. That is possible, we mention that as a possibility in our testimony. If you run through the numbers on taxes, some of that is due to the dividend tax credit, the fact that taxes on dividend income have come down in Canada, which means that the overall pre-tax required return has gone down.

So I would guess about fifty (50) to a hundred (100) basis points of that is due to tax structure, structural differences in Canada. But it could be fifty (50) basis points compared to the U.S. that reflects some under-performance of the Canadian market -- could be. And I mention in the testimony, it is part of the reason we look at the U.S. data, not to directly incorporate that testimony into our evidence, but as a guide to see whether our estimates look reasonable.

And there may be some minor underestimation of the Canadian market, which is why we don't use two and a half to three and a half percent (2.5% - 3.5%) for the market risk premium, we use four and a half percent (4.5%).

- 237 Q. And what would be your number if, for example, for the period fifty-seven to nineteen ninety-nine (1957

1999), it would have been constant and you would have had thirteen point zero (13.0)?

- A. Not necessarily, the period twenty-four to fifty-six (1924-1956) had a different inflation rate, there was different underlying economic reasons. Just because, I mean, there is no reason that what we call the nominal return, the actual return we see is constant, that means that risk has remained constant, and people's aversion to risk has remained constant.

Whereas in fact, quite the opposite has happened, we have seen a big increase in diversification, big increase in risk management tools, global diversification has tended to lower the overall risk of portfolios. We would expect required returns to go down. It just so happens that the numbers aren't that much different.

238 Q. But if, I was asking you, if it had remained constant at thirteen (13.0)...

A. Oh, if it had been...

239 Q. ... what would be your conclusion on the market...

A. Well, you are asking me, can I subtract eleven point four two (11.42) from thirteen percent (13%), which I can, it is a hundred and fifty-eight (158) basis points. And of that a hundred and fifty-eight (158) basis points, I would guess fifty (50) to a hundred (100) basis points is tax motivated, and the residual could be due to differences in risk and overriding

effects, one of it could be the under-performance of the Canadian equity market.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. Mr. Morel, I just want to interject, because I think you bring out a good point here, in that just subtracting two numbers, or just picking a specific time period, that is something that my colleague pointed out before us, that statisticians do, okay? We don't, even though we do statistics, okay, and I am, in some sense, an applied econometrician, which is an economics statistician, we don't look at, or we don't just take the data, okay, and say, "Look, it is clean, we never look at it, if it stops at nineteen eighty-seven (1987), we don't want to update it because it is, we don't want to add to someone else's work. If it starts in nineteen twenty-four (1924), we don't want to in fact chop off or truncate part of those years because that is someone else's work."

That is kind of mindless to do something like that. Anybody can get that data, anybody can add up those numbers, anybody can take five series of numbers and add up their means and come out with some average and make a recommendation based upon that. But we are experts because we have an economic opinion about what happens in equity markets, okay? That is why we are experts, okay, that is what we add, that is what

we bring to the table, okay?

So the fact that we are looking at a specific period of fifty-seven through nineteen ninety-nine (1957-1999), and looking at specific series and not looking at other series, that is economic judgement based upon years of experience in looking at this kind of data. And we think that is what we bring to the table and what differentiates us from a statistician.

240 Q. I gathered that from the outset of Mr. Booth's presentation. And I wasn't quarrelling with the statistician's numbers of thirteen (13.0), or eleven point four two (11.42), thirty O five (13.05) or thirteen point forty-four (13.44) that I brought to your attention, I wasn't quarrelling with those numbers.

Your interpretation of Professor Booth's interpretation was that, well, thirteen point four four (13.44) on Page 18, from my understanding, he said, using his judgement, that probably the market over-performed beyond investors' expectations, so therefore, let's not dwell on this number.

On the other hand, eleven point four two (11.42), on Page 15, is a number that he stressed, and I was asking him if, why wouldn't it be, or couldn't it be possible that that number is a result of the market

under-performing below investors' expectations. I am not quarrelling with the numbers, I am just seeking your...

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

- A. No, I do, I think you have got a reasonable question. Because as I mentioned, it makes sense that the Canadian market return has gone down simply because the risk in the Canadian market has gone down -- that makes sense. Or it makes sense it has gone down because tax preferences make equities more attractive -- that makes sense.

The U.S. equity market, the risk has gone down and the return has gone up -- that doesn't make sense. Well, at least, it doesn't immediately make sense, so that would lead one to believe that there possibly has been some over-performance. Particularly, as I say, that we know the data for two thousand (2000), we know that when we add two thousand (2000), the estimate comes down.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. The fact is, as well, it is that the eleven point four one (11.41) -- or what is it exactly -- the eleven point four two percent (11.42%) is very close to the ten to eleven percent (10% - 11%) holding period return over any ten-year period you want to

look at on the Canadian market. So it is, I mean that is pretty close.

- 241 Q. Okay. Thank you. At Response 32.32, in Coalition-2, Document 2, your response includes a table showing the CAPM risk premium model, your CAPM risk premium model numbers and results of eight point two five (8.25), as well as the multi-factor risk premium model, the low and the high results.

And the, in this case, the low result is seven point eleven percent (7.11%), and the high result is seven point six 0 percent (7.60%). I gather your recommendation is just, does not at all rely on these numbers, and you haven't...

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. No, that is incorrect. The recommendation, first of all, the seven point one one (7.11) and the seven point six 0 (7.60) differ slightly from what is in our evidence for the reason that I have explained in the footnote here, that because you asked for it in this way, I wanted to make it all comparable, so I put everything in annualized figures, okay, all the returns here are annualized, the return to the small market factor, the return to the book to market ratio are all an annualized data, whereas I did it all on a monthly basis and then annualized it afterwards in the testimony.

So there is a few basis points different, okay, and that is what I talk about here. But the recommendation, okay, we say in the, coming up with the recommendation, we had an eight point two five percent (8.25%) CAPM and we had a multi-factor model of between seven point one (7.1) and seven point six (7.6). And we provide, we base the majority, okay, of the weight of our recommendation on the CAPM. And by that, we mean we give two thirds weight to the CAPM and one third weight to the multi-factor.

And if you take the mean of the multi-factor estimates and multiply by one third, and the eight point two five (8.25) by two thirds, you get eight percent (8%). And then we add ten to fifteen basis points, fifteen basis points I guess for issuing costs, and then round it up to eight and a quarter (8.25). And that is how the final estimate came about.

Me F. JEAN MOREL :

Okay. Thank you. Ça complète mon contre-interrogatoire, Monsieur le Président. Merci.

LE PRÉSIDENT :

D'accord, merci. Est-ce qu'il y a d'autres intervenants qui ont des questions à poser aux experts? GRAME-UDD.

(17 h 35)

CROSS-EXAMINED BY Me JEAN-FRANCOIS GAUTHIER:

So, I will ask my questions in English but I apologize with that...

LE PRÉSIDENT :

Il y a de la traduction, vous savez.

Me JEAN-FRANCOIS GAUTHIER:

It is like you want; do you prefer that I ask my question in English, yes?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. Much. I have had five years of French in England but it's not very good.

242 Q. So, in your presentation, you submit a lot of information, you evaluate the Canadian and US markets and the evolution during the time. To recommend a fair return on equity for transmission assets of eight point twenty-five percent (8.25%) compared to doctor Morin's recommendation of ten point six percent (10.6%). My understanding with your recommendation is with that rate, it places Hydro-Quebec in a strong financial position because it's less riskier. Do you agree with that?

A. I'm not quite sure, what do you mean "a strong financial position"?

243 Q. You know, for rating agencies in evaluation of the

credit of Hydro-Québec.

- A. Well, that recommendation is based upon what would be fair to TransÉnergie if TransÉnergie was an independent company, equivalent to, say, TransCanada or any independent company, and our recommendation is that given the size of TransÉnergie, and it would only be a tap smaller than TransCanada Pipelines, about a billion dollars in equity smaller.

In fact, only Bell Canada or, I think, TransCanada would be smaller as a regulated utility, if TransÉnergie itself was privatized. Given the size of the company, given the very low business risk, we think it could be financed with seventy percent (70%) debt, thirty percent (30%) equity and it would have a similar sort of financial profile to TransCanada, it would be A low, we don't think it would be triple BBB, it would probably be A low and it would be able to have the same sort of financing as of TransCanada or Bell Canada.

So, healthy, strong Hydro-Quebec, I don't know, if you really want a strong Hydro-Quebec you would give them a seventy percent (70%) equity ratio that have a triple A bond rating and they'd be incredibly strong financially.

But I mean, that's not the objective of regulation,

the objective of regulation is to set fair reasonable rates and allow the utility to raise capital in order to finance its operations.

244 Q. But with that rate at twenty-five percent (25%), probably that the rating from the agencies, credit agencies will be better than today?

A. Well, at the moment it has got a provincial guarantee.

245 Q. Yes.

A. So, it does not matter what we do, we can give him two percent (2%) and they would have exactly the same guarantee and they would have the same access to capital markets.

246 Q. So, it is not an advantage for the cost of the debt, a rate as you evaluate of twenty-five percent (25%)?

A. When investors look at TransÉnergie's debt or Hydro-Quebec's debt, the first thing they look at is "Oh! provincially guaranteed".

247 Q. Okay.

A. And that means they really do not have to do any detailed financial analysis of Hydro-Quebec.

248 Q. Okay.

A. We had the same problem in Ontario with Ontario Hydro, nobody did any analysis of Ontario Hydro because the province guaranteed the debt and we had certain results from that.

249 Q. Only for that guarantee from...

A. Yes.

250 Q. ... the government it won't change the...

A. It won't change anything as long as the province continues to guarantee Hydro-Quebec's debt and as long as that is raised by Hydro-Quebec and passed on to TransÉnergie, the debt costs are exactly the same.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

A. It is one of the reasons, in fact, we say in the evidence that the debt equity ratios for these Crown corporations are virtually meaningless because as long as they are guaranteed, okay, by the Crown by the government...

251 Q. Yes.

A. ... that in fact they are going to be able to raise money at a reasonable rate.

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. And I would add one further question to that. The province of Newfoundland has a BBB bond rating.

252 Q. Yes...

A. The telephone company in Newfoundland has an A bond rating and the same exists for Newfoundland. Suppose the province of Newfoundland or the province of New Brunswick wanted to guarantee the debt issued by the telephone company, it makes absolutely no difference whatsoever whether it is guaranteed. In fact, it would be better in Newfoundland or in New Brunswick for the telephone company to guarantee the province's

debt.

253 Q. Okay. No more questions.

A. And don't quote me on that but...

Me JEAN-FRANÇOIS FORTIN:

Okay, thank you. Yes, I understand.

LE PRÉSIDENT :

Merci, Maître Gauthier. Monsieur Dagenais?

M. RICHARD DAGENAIIS :

Alors, donc, Richard Dagenais pour l'ACEF de Québec.

LE PRÉSIDENT :

Est-ce que vous prévoyez un long contre-interrogatoire?

M. RICHARD DAGENAIIS:

J'ai quatre questions.

LE PRÉSIDENT :

O.K., merci.

CONTRE-INTERROGÉS PAR M. RICHARD DAGENAIIS :

Alors, je vais poser mes questions en français, si vous me permettez.

254 Q. Hier, j'ai demandé à monsieur Morin si la prime de

risque entre les actions et les obligations pouvaient être considérées comme stables dans le temps, il m'a indiqué qu'à long terme, effectivement oui, et que les études comme celle d'Ibbotson, par exemple, montraient que le coefficient de corrélation serial était nul. Alors, j'aimerais savoir quelle est votre opinion, à savoir si vos études confirment cela ou infirment cette...

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. No, our study show exactly the opposite, that the equity risk is basically reasonably constant and it's very difficult to predict shifts in equity required rates return. It is very easy to look at shifts in debt required rates return. We can just look up in a newspaper and in fact anyone in this room can pick up a copy of the Globe & Mail and look at the return on long Canada bonds, you don't need an expert witness for that and the returns on long Canada bonds are very significantly, very significantly over the last twenty-five (25) years.

So there's no reason to believe that the risk premium of equities of the Canada bonds are being stable, in fact, quite the opposite. In fact, it is very difficult to argue that it is been constant.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. In fact, when doctor Morin said that, he was basing it upon his judgment, his experience, whatever, it was very heuristic, I mean, he didn't have any studies, he could have done the same study we have, the data isn't only available to us, the data that we used he could have used and he could see it, he could see it and do exactly what we did, it's not data that anyone can't in fact achieve, you know, obtain themselves.

Yet, he makes these kinds of statements, in fact, which are completely wrong, when you look at the data, and he could have in fact done them himself, it is the same with the adjusted beta, instead of assuming that the beta, just because of Value Line does this, this US company assumes that betas in Canada regressed to one.

He could have done the same study that we have done, we have done it for seven, eight, nine years, okay, the study that shows adjusted betas, okay, or betas of utilities adjust to the global mean for utilities. It is data that he has, okay, anybody has it or can achieve it but, in fact, he just uses the Value Line or makes the statements when he can in fact do the study.

- 255 Q. Dans la transcription d'hier en page 76, monsieur

Maillé indique, monsieur Maillé d'Hydro-Québec indique qu'Hydro One et BC Hydro ont été autorisées par leur gouvernement finalement à faire des rendements supérieurs à dix pour cent (10%), entre autres pour Hydro One un rendement de seize pour cent (16%) aurait été autorisé, comme si l'entreprise payait de l'impôt. Est-ce que vous êtes au fait de cette situation-là et quelle est votre opinion ou votre compréhension de la situation?

Me GUY SARAULT :

Je pense qu'il y a une petite rectification à apporter, là; dans la question, je pense que c'était pas Hydro One, c'était BC Hydro et Manitoba Hydro qui avaient eu des... c'est dans une réponse à une de nos questions, je peux vous la montrer si vous voulez.

M. RICHARD DAGENAIIS :

Non, mais moi j'ai posé une question et on m'a dit Hydro One. Mais on peut vérifier là, c'est en page...

Me GUY SARAULT :

C'est fixé par le gouvernement dans Hydro One et c'est fixé par un organisme de réglementation.

M. RICHARD DAGENAIIS :

256 Q. Alors, on m'indique que les deux entreprises, Hydro One et BC Hydro, ont des impôts présumés et donc on

leur autorise un rendement plus élevé que dix pour cent (10 %) par exemple. Alors, quelle est votre opinion et votre compréhension de la situation et votre connaissance de la situation?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. Okay, we will answer that. When we regulate a private corporation that pays tax, the fair rate of return we recommend is an off-the-tax rate of return. So as a regular corporation that pays income taxes, the pre-tax cost is the after-tax grossed up for the corporate income taxes.

So, just for illustrative purposes, if the company was to get a ten percent (10%) return, after tax, and has a fifty percent (50%) tax rate, you would have to earn twenty percent (20%) before tax in order to be able to pay taxes and give the stockholders a ten percent (10%) return.

So, when we're regulating, say, Canadian utilities or TransCanada Pipelines and we recommend a ten percent (10%) return, ratepayers actually pay twenty percent (20%) on the equity. So our understanding is BC Hydro, all they have done is say: "Well, our Crown corporation should earn the pre-tax return as if they were paying taxes, so, basically, put them on the same level playing field as the TransCanada

Pipelines".

Now, that is a provincial decision that they want through the regulated company to raise money as if it were a taxable entity. What is important to understand is that when the BC Hydro is allowed seventeen point four percent (17.4%), that can under no circumstances be compared with what we are recommending, which is eight point two five percent (8.25%).

We are recommending the sort of return that would be fair to the stockholders, which is an after-tax return and that would be the same for TransCanada Pipelines adjusted for risk or BC Hydro, is the provincial government that basically is saying: "We are going to impute taxes to give you the same pre-tax return as a private company would pay".

- 257 Q. Si je comprends bien, vous recommandez l'utilisation de la moyenne géométrique plutôt que de la moyenne arithmétique ou encore des méthodes d'estimation OLS pour calculer la prime de risque. Donc, vous préférez les méthodes de moyenne géométrique et ou encore d'estimation économétrique plutôt que la méthode arithmétique?
- A. No, I think they're all valid, you get a little bit of information from gathering different estimates. The compound rate of return or the geometric rate of

return is the rate of return I look at now thinking forward to when I retire, which is getting closer and closer.

When anyone in this room thinks in terms of their retirement and then they say what rate of return can I earn over fifteen (15) to twenty (20), to twenty-five (25) years with everything reinvested, you should be thinking in terms of the compound return and that risk premium about four to four and a half percent (4-4.5%).

If you're interested in what rate of return am I going to earn over a one-year period, given the volatility in one-year rates return, that's the arithmetic mean and the Ordinary Least Squares is just an estimate of that arithmetic mean return.

The problem with the Ordinary Least Squares estimate is that it gets pulled by big extreme values, which is why there is very bad estimates for the nineteen twenty-six (1926) to the nineteen fifty-six (1956) period, because there was the huge stockmarket crash in nineteen twenty-nine (1929), a huge outlier that pulls down the estimate.

Statistically, a statistician would tell you it's a good estimate but sometimes it gets pulled because of

outliers, we look at all of them; if we had to hang our hat on one number, it would actually be the arithmetic mean return, that is the best estimate for a company that is regulated on a one-year holding period but investors look at all of these things because they invest over different periods of time.

258 Q. Dernière question, lorsque vous faites une recommandation de taux de rendement, est-ce que vous tenez compte du gain de capital possible, par exemple, si c'est une entreprise qui a des actions en Bourse?

A. We don't take it into account in terms of the company itself, the... in the sense the capital gains on the rate base because that results in a Ponzi scheme if you sell one regulated firm to another and they allow the increase in the value, the rate base to pass through, that viciates the whole point of regulation.

We do take into account in terms of the capital gains that investors earn on their rates of return because when you look at regulated companies, part of the return comes as a dividend, say a five percent (5%) dividend for TransCanada, that's not a fair estimate of the required return for TransCanada, investors inspect a long-term capital gain.

So that is part of the required rate of return for investors in the stock market. So, we look at capital

gains from the point of view of the capital markets in estimating fair rates of return, we don't look at capital gains in the treatment on the assets of a regulated firm.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. Just a simple way to look at it, if you were to hold TransCanada Pipeline stock and you bought it at the beginning of the year and you sold it at the end of the year, okay, the actual return that you realize would be the dividend plus the capital gain divided by the initial share price.

So, the actual return in any holding period would include the dividends as well as the capital gains. And one of the methods that... we don't use it any longer, neither does doctor Morin, the discounted cash flow model tries in fact to incorporate those and estimate those future growths and dividends.

But that's one method of coming up with an ROE, okay, but now everyone is in fact using risk premium approaches of one kind or another. Now, they should come up with the same estimate if you have, okay, sufficient data and good data.

- 259 Q. Juste pour compléter, si on regarde sur le marché des actions, le gain de capital est plus important en moyenne que la partie dividende là, le rendement sur

dividende, pour les entreprises, finalement, les utilités privées par exemple, est-ce qu'on observe aussi cette réalité-là?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

- A. That's true, if you look at the rates of return owned by old private corporations, the vast bulk comes from capital gain because corporations on average retain about fifty percent (50%) of their earnings within the company, so basically fifty percent (50%) of the money that you own as a stock holder doesn't get paid out to you as a dividend, it gets reinvested within the firm and you hope, with prudent management that reinvestment within the firm increases the asset base, increases the value of the firm so you get a capital gain.

That's the same for regulated utilities as it is for unregulated firms. So investing in a TransCanada I'd expect a five percent (5%) dividend, I also expect then to reinvest some of the money that I own, the earnings, and I expect them to prudently acquire assets and I expect my investment in TransCanada to go up. Not always does that happen but on average we hope that is how it happened.

M. RICHARD DAGENAIIS :
Je vous remercie.

LE PRÉSIDENT :

Alors, merci, Monsieur Dagenais. Alors, c'est le tour de la Régie, Maître Fortin.

(17 h 50)

INTERROGÉS PAR Me PIERRE R. FORTIN :

260 Q. Merci, Monsieur le président. Good afternoon, gentlemen, almost good evening. I would like to refer you to the information request number 5.1 that the Régie filed concerning the regression tendency estimate of point five eight two (0.582) that you have shown in Appendix B of your prepared testimony, using the Blume's analysis with respect to Canadian utilities as shown on pages 2 and 3 of your Appendix B.

Now, the question from the Régie was on question 5.1 pertaining to Dr. Morin's TransÉnergie Beta of 0.65 which had been corrected at page 3 of Appendix B to give a gross beta of point four eight (0.48), would it be pertinent to readjust it to take into account the average value of point five eight five (0.585) proceeding in the following manner and I quote:

$$.378 + .350 \times .48 = .546.$$

Now, your answer to that question was an explanation as to the point four eight (.48) Beta, but we did not find the answer to the question as it was put. Would

you please confirm whether the suggestion in that question was correct in your opinion or not?

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ:

- A. Right. As my colleague suggested in his presentation, we weighted the point three four (.43) approximate Beta that existed for the last year for the energy electric utilities with the point five eight (.58) to come out with something around point five (.5) because we believe, that was our prior opinion, our prior judgment about where the beta should be, closer to point five eight (.58), but we started with the beta point three four (.34).

But if he already has a beta of .four eight (.48), then, in fact, it would not make any sense to already do it. It is already close to what we believe it to be. So, I would suggest that we just use the unadjusted beta because you adjust, based upon your belief, ex ante of where you think it should be and if this is an aberration. But he is using already an average, the point four eight (.48). We were adjusting because we used the point three four (.34) and we thought that was an aberration due to Nortel.

- 261 Q. Fine; that clarifies it. Thank you. Referring you to the same page or the same question, I mean, question 5.3 of the information request from the Régie, you were asked in relation to the -- sorry, just a moment

-- in relation to page 40 of your prepared testimony that the beta estimate was approximately point five seven (.57), you indicated that since the model was estimated using a sample of integrated gas electric and not transmission facility operator, the negative coefficient associated with the gas electric dummy variable is too low to represent the lower risk of a transmission facilities, and then, you state:

Therefore, it is reasonable that the beta for TransÉnergie would be approximately 0.5.

Now, in the information request number 5.3 from the Régie, you were asked to explain where the point zero seven (0.07) differential was derived from. Could you be more specific because the answer to 5.3 did not seem, according to us, to answer it thoroughly?

- A. Again, it was our belief that ex ante that the beta should be around point five (0.5). The point five seven (.57) which is the estimate, we know that that's the estimate from the instrumental model. And that would lead to in fact -- and that was estimated, I should say, based upon these integrated electric utilities.

So if we had had a sample of transmission utilities in there, our belief would have been that there would

have been a higher dummy variable associated with those companies that would have led to a beta of approximately point five (0.5).

262 Q. Point five (0.5)?

A. Point five (0.5).

263 Q. So?

A. So therefore, we reduced it by point zero seven (.07).

264 Q. There is no magic in the point zero seven (.07) as such?

A. No magic whatsoever.

265 Q. Very well...

A. And if the beta is point four nine (.49) or if it is point five one (.51), we do not know.

266 Q. Thank you. That clarifies that also. Now, I would like to refer you to information request number 32.30 from Hydro-Québec, and that would be in exhibit Coalition-2, document 2, question 32.30. Do you have that?

A. Yes.

267 Q. Now, you were asked to state your recommended ROE under both Hydro-Québec's existing capital structure and your recommended capital structure. And you went on in your answer and you said if the transmission assets were given a twenty-five percent (25%) common equity ratio, then we would recommend that a private non-taxable firm operating with that capital structure have an increased ROE of about one hundred

and twenty-five (125) basis points. This would amount to a twenty-five (25) basis points for each one percent (1%) variation in the capitalization ratio; am I correct?

Dr. LAURENCE D. BOOTH:

A. You are correct, but the problem is that it is non-linear.

268 Q. I am sorry?

A. It is non-linear. You cannot just take a hundred and twenty-five (125) and divide it by five. What happens is the effect of the financial leverage gets more and more powerful as the equity ratio gets smaller and smaller and smaller.

So that the impact of, say, going from a debt equity ratio, a debt ratio of ninety-nine percent (99%) equity to ninety-eight percent (98%) equity is very, very, very small, the difference of going from twenty-six percent (26%) equity to twenty-five percent (25%) equity is very, very big.

So, as you get down to very low equity ratios, you have a bigger and bigger and bigger impact. So, you can't just take a hundred and twenty-five (125) and divide it by five.

269 Q. Were you present this morning when I examined Mr. Morin on this specific topic, and you correct me if I

am wrong, but I recall that he testified to the fact that, in his opinion, it should be ten basis points for each percentage differential in capitalization ratio, as long as we were in a "fourchette", a fork, or a range of twenty percent to fifty percent (20% - 50%) capitalization ratio...

A. Mathematically, what he said is not correct.

270 Q. I'm sorry?

A. I mean, mathematically, what he said was not correct. I mean...

271 Q. You disagree with him?

A. Oh yes, I mean, I disagree, I mean he has the right formula, and he is coming out with an approximation, within that range, that is the number that is correct. But the former is actually one (1.0) plus the debt equity ratio, so as the debt ratio, the amount of debt to total capital drops from, say, thirty percent (30%) to twenty-five percent (25%), the debt equity ratio doesn't change in the same manner, it gets bigger and bigger and bigger and bigger.

So, just think of a firm with only one percent (1%) equity ratio, it has got a very, very, very, very high ninety-nine (99) debt equity ratio. So you magnify, what happens is the financial leverage magnifies any risk underlying the business risk of the firm; so as you get to tinier and tinier equity

ratios, there is a huge magnification going on. Any small change in the underlying operating risk of the firm gets magnified into huge changes to the common stockholders.

So, I mean, I am not criticizing, he is saying within a range, this is a good approximation, but in fact, it absolutely, it is, it is an approximation.

Me PIERRE R. FORTIN :

Those are all my questions, Mr. Chairman. Thank you, gentlemen.

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

A. Thank you.

LE PRÉSIDENT :

Merci, Maître Fortin. Mr. Frayne?

QUESTIONS BY Mr. ANTHONY FRAYNE :

Good afternoon, gentlemen. I have two questions. The first one for you, Dr. Booth.

272 Q. Coming back to the discussion about the closing of the books and the deferral accounts, what I recollect is, you said closing of the books, you weren't very familiar with that procedure, but you imagined it was something like a deferral account. Could you just,

very briefly, explain what you meant by the deferral account procedure?

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

- A. Deferral account is if the company faces some unexpected costs, there is no reason to hold the company accountable for those costs. So, for example, if the government changes the tax regulations and all of a sudden, they are hit with a ten million dollar (\$10 M) tax bill that wasn't included in the revenue requirement, then what would normally happen is the company would go before the Board and say, "Look, this is totally unexpected, it is unfair that we should be hit with this."

And what would normally happen is the Board would say, "Fine, we will set up a deferral account, we will capture those unexpected costs, and we will pass them on to rate payers in the future." So you want to hold management responsible for things that they can control, not for things that they can't control.

273 Q. Alright, okay, that is the sort of deferral account that I am fairly used to. Okay, thank you...

A. Okay.

274 Q. ... I will stop that question...

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. At the end of the day, I think the analogy between

them is that there is a true-up, okay, in the deferral account and there is a true-up in this closing of the books. And I think that that is what we are getting at there, we are talking about this similarity between the deferral account and the true-up mechanism in the closing of the books.

- 275 Q. Fine, okay, thank you. Second question, I would just like to come back to this ratio, the capital structure, the thirty-seventy (30-70). And I must admit I was a little surprised reading your testimony that you made a case, and we discussed this in different terms over lunch time, showing that the business risk of TransÉnergie is relatively low.

And I was assuming, following your theory, that this would lead to the proposal of a capital structure which would be particularly low to go in line with that. Thirty-seventy (30-70) doesn't seem particularly low to me, could you give me an idea why you recommend this, and perhaps particularly bearing in mind that Hydro-Québec's present capital structure, as we have said, is twenty-six or twenty-seven percent (26% - 27%) equity, TransÉnergie is supposedly a fairly low risk?

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

- A. A very good question. Our basic method, or operating method, was to think in term, "What is reasonable if

TransÉnergie was an independent corporation, what is financeable?" And you look at the capital markets, pipelines have been going down to twenty-five percent (25%) equity ratios, particularly a lot of project financing of pipelines when they are first set in place.

TQ&M, I seem to remember, had a twenty-five percent (25%) equity ratio, West Coast, and TransCanada, the conglomerate holding company has gone down to twenty-five, twenty-six percent (25% - 26%) equity ratios.

So, that is about the limits of financeability. If you get below twenty-five percent (25%), well you just don't see very many private companies below twenty-five percent (25%), but I would say the limit of financeability for a private corporation of very low risk in Canada was twenty-five percent (25%).

What comes into play is what type of debt the corporation issues. When you get down to twenty-five percent (25%) equity ratios, you don't issue straight unsecured, subordinated debentures, you end up having to issue different types of debt in order to please stockholders.

So, if you look at TransCanada and West Coast, the debt that the holding companies have issued to get

down to twenty-five percent (25%) equity ratios, a low yield notes, their convertible securities, they issue what are called "coppers", monthly-paid preferred shares.

You have to get a little bit more innovative in financing to get down to an equity ratio of twenty-five percent (25%). And the major reason for that is that when the companies access the capital markets, investors tend to look at interest-coverage ratios, they look at debt ratios, they look at the covenant ratios, and when you get down to twenty-five percent (25%) equity ratios, as I was mentioning before, the risks get magnified, and in particular coverage ratios get down, and it becomes more and more difficult to access the markets with a twenty-five percent (25%) equity ratio. It tends to be project financing at those levels and it tends to be debt financing or holding company financing with more sophisticated instruments.

So, I think TransÉnergie could finance with a twenty-five percent (25%) equity ratio, even as a private company, but it would issue the types of debt that is not normally issued by private regulated utilities, straight unsecured debt of investment-rate status.

276 Q. Thank you...

Dr. MICHAEL K. BERKOWITZ :

- A. There is a package, okay, basically, that we are offering, or recommending I should say, and the thirty percent (30%) equity ratio is tied into the eight and a quarter percent (8.25%) ROE.

And so they are a package recommendation, okay, it is eight and a quarter (8.25) based upon a thirty percent (30%) equity ratio. And if you, in fact, reduce the equity ratio, then that would have an effect on the ROE recommendation.

277 Q. Thank you.

Dr. LAURENCE D. BOOTH :

- A. I would have to say again, just one final comment, we were thinking in terms of a private corporation access in the financial markets under its own financial statements.

As a guaranteed, provincially guaranteed corporations, as we mentioned in our testimony, the actual financial structure really doesn't matter, it could be a hundred percent (100%) debt, with a provincial guarantee, it could raise as much debt as he likes.

But that, we would take, we took our mandate to think about what is reasonable in terms of a free-standing

corporation raising equity and raising debt in the
capital markets.

M. ANTHONY FRAYNE :

Thank you very much, gentlemen.

LE PRÉSIDENT :

Alors, on vous remercie. Est-ce que, Maître Sarault,
ça termine votre preuve sur le thème 3?

Me GUY SARAULT :

Oui.

LE PRÉSIDENTE :

Alors, je pense qu'on peut libérer les deux témoins,
les professeurs Booth et Berkowitz. Thank you.

M. PIERRE BOULANGER :

Nous?

LE PRÉSIDENT :

Et nous ajournons à demain matin. Mais c'est parce
que je sens que vous allez revenir, alors je suis
économe de mes remerciements et, alors on vous
remercie quand même pour la présentation que vous
avez faite et on espère vous revoir bientôt.

Alors, merci, tout le monde, à demain matin, neuf

R-3401-98
25 avril 2001
Volume 13

PANEL 1 - THÈME 3
COALITION INDUSTRIELLE
Questions - Mr. Anthony Frayne

heures trente (9 h 30).

AJOURNEMENT

Je, soussigné, MICHEL DAIGNEAULT,
sténographe officiel bilingue dûment autorisé à
pratiquer la sténographie officielle, certifie sous
mon serment d'office que les pages ci-dessus sont et
contiennent la transcription exacte et fidèle de la
preuve en cette cause, le tout conformément à la Loi;

Et j'ai signé :

-
-
-

MICHEL DAIGNEAULT

Sténographe officiel bilingue