Montréal, le 13 mai 2010

<u>Par courriel</u>

Me Louise Tremblay
Miller Thomson Pouliot
1155, boul. René-Lévesque Ouest
31e étage
Montréal (Québec) H3B 3S6

Objet : **Demande d'approbation du renouvellement du mécanisme de Gazifère Inc., demande pour la fermeture règlementaire des livres pour la période du 1er janvier 2009 au 31 décembre 2009, demande d'approbation du plan d'approvisionnement et demande de modification des tarifs de Gazifère Inc. à compter du 1er janvier 2011**
Dossier de la Régie : R-3724-2010, Phase 2

Chère consœur,

Nous vous transmettons, par la présente, la demande de renseignements no. 3 que la Régie adresse à Gazifère Inc relativement à la Phase 2 du dossier mentionné en titre.

Conformément à notre lettre du 26 mars 2010, les réponses à cette demande devront nous parvenir d'ici **12h, le 27 mai 2010.**

Veuillez agréer, chère consoeur, l'expression de nos sentiments distingués.

Véronique Dubois, avocate
Secrétaire de la Régie de l'énergie
VD/as

P.j.

c.c. Tous les intervenants

DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS N^O 3 DE LA RÉGIE DE L'ÉNERGIE (LA RÉGIE) :
DEMANDE RELATIVE AU RENOUVELLEMENT DU MÉCANISME INCITATIF, À LA FERMETURE RÉGLEMENTAIRE DES LIVRES POUR LA PÉRIODE DU 1ER JANVIER 2009 AU 31 DÉCEMBRE 2009, À L'APPROBATION DU PLAN D'APPROVISIONNEMENT POUR L'EXERCICE 2011 ET À LA MODIFICATION DES TARIFS DE GAZIFÈRE INC. À COMPTER DU 1ER JANVIER 2011

PHASE 2 - TAUX DE RENDEMENT

1. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1.2, schedule 1, page 1.

Préambule :

Référence de la colonne Canadian A-Rated Utility bonds :

« Series is comprised of the CBRS Utilities Index through 1995; CBRS 30-year Utilities Index from 1996- August 2000; a series of liquid long-term utility bonds maintained by Foster Associates from September 2000 forward. »

Demandes :

1.1 Veuillez fournir la liste des sociétés incluses pour les deux CBRS Utilities Index et expliquer la méthodologie de calcul de l'indice.

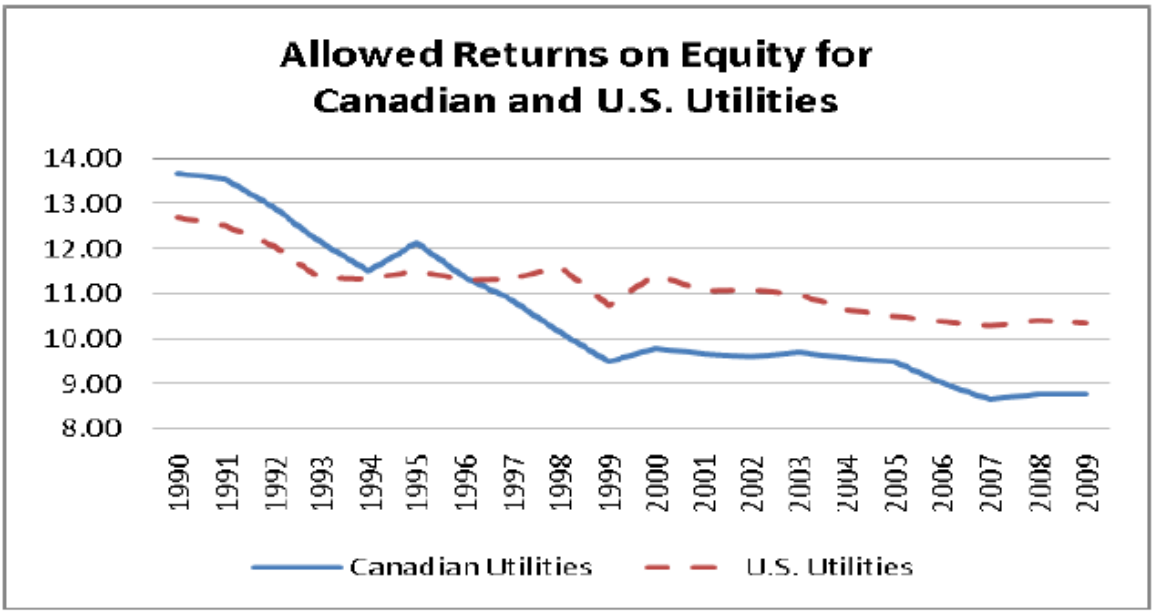
1.2 Veuillez fournir la liste des sociétés ainsi que les additions et les retraits depuis le début de l'indice maison développée par Foster Associates. Veuillez expliquer en détails la méthodologie du calcul de l'indice (moyenne pondéré ou moyenne arithmétique, etc.).

2. Références :
(i) Pièce-B-1, GI-4, document 1, page 8 ;
(ii) Pièce-B-1, GI-4, document 1, page 21 ;
(iii) Pièce-B-1, GI-4, document 1, page 29 ;
(iv) Pièce-B-1, GI-4, document 1, page 33, note de bas de page no 29 ;
(v) Pièce-B-1, GI-4, document 1, pages 50 et 51 ;
(vi) Pièce-B-1, GI-4, document 1.2, schedules 5 et 15 ;
(vii) Pièce-B-1, GI-4, document 1.2, schedule 2, pages 1 à 3.

Préambule :

(i)

Figure 1



Source: Schedule 2.

(ii) « *While market data for the Canadian utilities provide some perspective on the fair return for a benchmark utility, a more accurate assessment can be made by reliance on a sample of U.S. utilities drawn from a much broader universe and selected using criteria that are designed to (1) identify companies that are of relatively similar risk to an average risk Canadian utility and (2) produce a large enough sample of companies to ensure reliable cost of equity test results. Since the majority of Canadian utilities, including Gazifère, are largely "pipes" and "wires" utilities, the sample of U.S. utilities which serve as a proxy for a benchmark Canadian utility was selected according to criteria designed to identify relatively low risk, distribution (gas and electric) utilities.* »

(iii) *« Gazifère's common equity ratio is similar to those of smaller gas and electric utilities in Canada, but remains well below those maintained and allowed for U.S. natural gas distribution utilities. The average allowed common equity ratio for U.S. gas distribution utilities over the period 2006-2009 averaged 49%.*[25] »

(iv) *« I am strongly of the view that the comparable earnings test is the only test which measures returns in a manner compatible with the base (original cost) to which they are applied. However, I also recognize that the comparable earnings test is the most controversial, not only in terms of its applicability to the estimation of a fair return, but in terms of its application (e.g., criteria for selection of comparables, period over which returns should be measured, need for adjustments for relative risk). Therefore, for the sole purpose of this evidence, in order to limit the issues*

relevant to the estimation of a fair return, I have applied risk premium and discounted cash flow tests only. »

(v) *«Third, U.S. regulated companies are reasonable proxies for estimating the cost of equity for a benchmark Canadian gas distribution utility. The operating (or business) environments are similar, the regulatory model in the U.S. is similar to the Canadian model, Canadian and U.S. capital markets are significantly integrated and the cost of capital environment, as indicated by relatively similar levels of interest rates, is comparable. »*

(vi) Schedule 5

TRAILING FOUR QUARTERS CAPITAL STRUCTURE BASED ON TOTAL CAPITAL FOR BENCHMARK SAMPLE OF U.S. DISTRIBUTION UTILITIES

Company	Long Term Debt %	Short Term Debt %	Preferred %	Common Equity %
AGL RESOURCES INC	44.3	12.5	0.0	43.2
CONSOLIDATED EDISON	49.7	1.5	1.0	47.8
NEW JERSEY RESOURCES	36.0	8.4	0.0	55.6
NICOR INC	25.3	22.8	0.0	51.9
NORTHWEST NATURAL GAS CO	43.0	9.1	0.0	47.9
NSTAR	49.0	12.2	0.9	37.9
PIEDMONT NATURAL GAS CO	38.9	16.8	0.0	44.3
SOUTH JERSEY INDUSTRIES INC	41.1	13.9	0.0	45.0
WGL HOLDINGS INC	34.8	7.6	1.4	56.2
Mean	40.2	11.6	0.4	47.8
Median	41.1	12.2	0.0	47.8

Trailing four quarters ending calendar year 3rd quarter 2009.

Source: Company Annual Reports to Shareholders and 10-Ks.

Demandes :

2.1 Veuillez déposer sous format électronique (fichiers pdf) les FORM 10-K de la «Securities and Exchange Commission» pour l'exercice 2008, ou 2009 si disponible, de chaque société américaine de votre échantillon de la référence (vi).

2.2 Veuillez préciser, pour chaque société américaine de votre échantillon de la référence (vi), le nom de l'organisme régulateur qui a autorisé le dernier rendement sur l'avoir-propre (ROE), la date à laquelle ce rendement a été autorisé, le rendement et la structure de capital autorisé, l'identification de la référence de chaque décision avec, si possible, le lien hypertexte menant à la version électronique de chacune.

2.3 Veuillez présenter, pour chaque société américaine de votre échantillon de la référence (vi), le pourcentage de chaque activité réglementée ou non réglementée (production, transport, distribution de gaz naturel, d'électricité ou autre, etc) et la répartition en pourcentage du type de clientèle (résidentielle, commerciale et industrielle) pour les activités de distribution de gaz naturel uniquement.

2.4 Veuillez indiquer les sociétés canadiennes et américaines de vos échantillons des références (vi) et (vii) ayant des tarifs fixés selon une réglementation incitative et donner une explication de ces mécanismes incitatifs ainsi que les rendements additionnels pouvant être obtenus. Veuillez fournir l'identification et la référence de chaque décision avec, si possible, le lien hypertexte menant à la version électronique de chacune.

2.5 Veuillez décrire les comptes de frais reportés, les comptes de nivellement et les comptes de crédits reportés inclus à la base de tarification de Gazifère ainsi que ceux hors base. Veuillez comparer ces comptes à ceux des sociétés canadiennes et américaines de vos échantillons de la référence (vi) et (vii). Veuillez expliquer les différences.

2.6 Veuillez fournir pour chaque société canadienne de la référence (vii) et pour chaque société américaine uniquement de la référence (vi), les rendements de l'avoir propre totaux réalisés et ce pour la période présentée soit de 1990 à 2009. Veuillez fournir vos références détaillées. Veuillez également présenter sous le même format que celui de la référence (i), un graphique portant sur les rendements réalisés à partir des données fournies.

2.7 Les passifs reliés aux fonds de pension et autres bénéfices marginaux ainsi que les passifs reliés aux soins de santé sont des passifs significatifs dans les bilans des sociétés américaines. Veuillez indiquer si vous en tenez compte dans l'évaluation de la structure de capital réelle des sociétés américaines faisant parties de votre échantillon de la référence (vi). Veuillez motiver et expliquer.

2.8 À votre connaissance, existe-il des études empiriques démontrant l'effet sur la cote de crédit et sur la capacité d'emprunt des sociétés américaines ayant des passifs significatifs dans leur bilan tel que ceux reliés aux fonds de pension et aux soins médicaux. Si oui, veuillez les identifier et en déposer les conclusions principales.

2.9 Dans la mesure où le calcul pour établir le pourcentage d'avoir propre des sociétés américaines de la référence (vi) ne tient pas compte des passifs tel que ceux reliés aux fonds de pension et aux soins de santé, veuillez indiquer si le résultat de ce calcul représente un portrait fidèle et exact du risque financier des sociétés de la référence (vi). Est-ce que votre réponse serait la même si la somme de ces capitaux propres et empruntés est inférieur à la valeur nette comptable des actifs réglementés de distribution du gaz naturel ? Veuillez commenter et expliquer.

2.10 Veuillez calculer, à partir des FORM 10-K de chaque société américaine de votre échantillon de la référence (vi), les ratios suivants :

- Avoir des actionnaires divisé par les actifs totaux ;
- Avoir des actionnaires plus la dette à court terme et long terme divisé par les actifs totaux ;

- Avoir des actionnaires plus la dette à court terme et long terme divisé par les actifs nets (propriétés, immobilisations et équipements) pour la distribution de gaz naturel seulement.

2.11 Veuillez expliquer comment les agences de crédit calculent le ratio d'endettement total et préciser quel est le ratio d'endettement maximal permettant d'obtenir une cote de crédit A.

2.12 Veuillez étayer vos affirmations citées à la référence (v) en précisant en quoi l'environnement réglementaire, légal, fiscal et comptable est similaire au Canada et aux États-Unis. Veuillez motiver et expliquer.

3. Références : (i) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 1 ;
(ii) Pièce-B-1, GI-4, document 1.2, schedule 2, pages 1 à 3.

Préambule :

(i) *« In addition, the cost of equity moves in the same direction as the utility cost of debt; this relationship has not been reflected in the automatic adjustment mechanism. »*

Demandes :

3.1 Veuillez fournir une comparaison des coûts de financement au cours des 5 dernières années à partir des émissions de dettes et d'actions privilégiées de votre échantillon canadien de la référence (ii). Veuillez fournir un sommaire des termes des financements.

3.2 À partir de cette comparaison, veuillez préciser si les coûts de financement ont augmenté, diminué ou sont demeurés stables durant la période et, notamment, les deux dernières années. Veuillez expliquer et motiver votre réponse.

4. Références : (i) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 44 ;
(ii) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 69 et la note de bas de page 80.

Préambule :

(i) *« The standard deviation of market returns is the principal measurement of total market risk. To estimate the relative total risk of a benchmark distribution utility, I used the S&P/TSX Utilities Index as a proxy. »*

(ii) *«It is virtually identical to the refined automatic adjustment formula adopted by the OEB in EB-2009-0084.*[80]

Under the revised formula, the forecast long-term Government of Canada bond yield would be estimated in a similar way as it was under the original automatic adjustment formula. For Gazifère, the forecast long-term Canada bond yield would be estimated using the October Consensus Economics, Consensus Forecasts of 10-year Government of Canada bond yields plus the September actual average daily spread between 30-year and 10-year Government of Canada bond yield[80]. The relevant corporate bond yield spreads would be calculated using the actual difference between the yields on the long-term A rated Corporate Bond Index available from TSX Inc. and the yields on long-term Canada bonds prevailing at the time of the Consensus Forecasts.[82]. »

Note de bas de page 80: *«The principal difference is that the proposed revised formula relies on long-term A rated corporate bond yield spreads, whereas the revised OEB formula relies on long-term A rated utility bond yield spreads which are obtained from Bloomberg. The index selected by the OEB is a reasonable alternative to the A rate Corporate Bond Index proposed here. »*

Demandes :

4.1 Veuillez fournir la liste des sociétés ainsi que les additions et les retraits depuis les cinq dernières années de l'indice S&P/TSX Utilities Index de la référence (i). Veuillez expliquer en détails la méthodologie du calcul de l'indice (moyenne pondérée ou moyenne arithmétique, etc.).

4.2 Veuillez fournir la liste des sociétés ainsi que les additions et les retraits depuis les cinq dernières années du DEX Long Term Bond Index-Corporate A de la référence (ii). Veuillez expliquer en détails la méthodologie du calcul de l'indice (moyenne pondérée ou moyenne arithmétique, etc.).

4.3 Veuillez expliquer les différences entre l'indice utilisé par l'OEB et votre proposition.

5. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1.2, schedule 6, pages 1 et 2.

Préambule :

Calcul de la prime de risque de marché

Demande :

5.1 À partir de la référence citée pour établir la prime de risque de marché, veuillez fournir, en format Excel, les données suivantes :

- Les rendements annuels du marché boursier canadien pour la période 1924-2009.
- Les rendements annuels du marché boursier américain pour la période 1926-2009.

- Les rendements annuels pour la période 1924-2009 des obligations à long terme du gouvernement canadien en excluant les gains et pertes en capital d'une part et en incluant les gains et pertes en capital d'autre part.
- Les rendements annuels pour la période 1926-2009 des obligations à long terme du gouvernement américain en excluant les gains et pertes en capital d'une part et en incluant les gains et pertes en capital d'autre part.

6. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1.

Préambule :

Coût du capital prospectif

Demandes :

6.1 Veuillez indiquer quel est le coût du capital prospectif utilisé par Gazifière.

6.2 Veuillez déposer et expliquer la méthodologie détaillée du calcul du coût du capital prospectif utilisé par Gazifère.

7. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1, page 25.

Préambule :

« Gazifère's gross margin is largely derived from the residential and commercial sectors; Rates 1 and 2 account for approximately 32% and 63% respectively of its delivery margin. The remainder of its margin is derived predominantly from three large customers operating in a single resource-based industry, the pulp and paper industry. »

Demande :

7.1 Veuillez fournir dans un fichier Excel les informations suivantes :

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nombre de clients - **Résidentiel** - **Commercial et institutionnel** - **Industriel continu** - **Industriel interruptible** **Total :**											
Volume - **Résidentiel** - **Commercial et institutionnel** - **Industriel continu** - **Industriel interruptible** **Total :**											
Revenu - **Résidentiel** - **Commercial et institutionnel** - **Industriel continu** - **Industriel interruptible** **Total :**											
Volume/client - **Résidentiel** - **Commercial et institutionnel** - **Industriel continu** - **Industriel interruptible** **Total :**											
Revenu/client - **Résidentiel** - **Commercial et institutionnel** - **Industriel continu** - **Industriel interruptible** **Total :**											

8. Références : (i) Pièce B-1, GI-4, document 1, pages 58- 59 ;
(ii) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 60 ;
(iii) Pièce B-1, GI-4, document 1.1, appendix A, page A-4.

Préambule :

(i) *« The financing flexibility allowance is an integral part of the cost of capital as well as a required element of the concept of a fair return. The allowance is intended to cover three distinct aspects: (1) flotation costs, comprising financing and market pressure costs arising at the time of the sale of new equity; (2) a margin, or cushion, for unanticipated capital market conditions; and (3) a recognition of the "fairness" principle. ….*

<u>The fairness principle recognizes the ability of competitive firms to maintain the real value of their assets in excess of book value and thus would not preclude utilities from achieving a degree of financial integrity that would be anticipated under competition. » (nous soulignons)</u>

(ii) *A full recognition of the disparity between the levels of financial risk in the market value capital structures and utility book value capital structures warrants an adjustment to the "bare bones" cost of equity of no less than 100 basis points (See Appendix E and Schedules 19-21).* »

(iii) *« In equilibrium, market value should equal replacement cost. In the presence of inflation, even at moderate levels, absent significant technological advances, replacement cost should exceed the original cost book value of assets. Consequently, the market value of utility shares should be expected to exceed their book value.*

Therefore, when the allowed return on original cost book value is set, a market-derived cost of attracting capital must be converted to a fair and reasonable return on book equity. The conversion of a market-derived cost of capital to a fair return on book value ensures that the stream of dollar earnings on book value equates to the investors' dollar return requirements on market value. »

Demande :

8.1 Veuillez expliquer en quoi le « fairness principle » requerrait de maintenir la valeur au marché de l'avoir des actionnaires ou de maintenir un ratio valeur au marché par rapport à la valeur comptable comme critère de détermination du taux de rendement.

9. Références :
(i) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 66.
(ii) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 67.
(iii) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 68.
(iv) Dossier R-3630-2007, pièce B-4, GM-7, document 8, pages 24 et 25.

Préambule :

(i) *« The relationship between the equity risk premium, long-term government bond yields and corporate bond yield spreads for regulated companies was tested two ways. First, the allowed ROEs adopted for U.S. utilities were used to test the sensitivity of the utility cost of equity to changes both in long-term government bond yields and utility bond yield spreads. The average allowed ROEs can be viewed as a measure of the utility cost of equity as they represent the outcomes of multiple rate proceedings across multiple jurisdictions, which in turn reflect the application of various cost of equity tests by parties representing both the utility and ratepayers. »*

Quarterly allowed ROEs from 1995 (the year the initial automatic adjustment mechanism was applied in Canada by the BCUC) through 2009 were regressed against long-term Treasury bond yields and the spread between A rated utility and Treasury bond yields. »
(ii) *« The relationship between the cost of equity, long-term government bond yields and corporate bond/government bond yield spreads was also tested, as discussed in Chapter VI.B.4.,*

using the discounted cash flow approach applied consistently over time to the benchmark U.S. distribution utility sample. »

(iii) *« The two analyses together support the conclusions that:*

1. The sensitivity of the ROE to changes in long-term government bond yields is materially lower than the 75% factor in the original formula;
2. Although the two analyses produce different estimates of the sensitivity, the ROE is positively related to the change in utility/government bond yield spreads.

Based on the results of the above analyses, I recommend that the Régie's automatic adjustment formula be revised as follows:

1. Reduce the relationship between the forecast long-term Government of Canada bond yields and the benchmark ROE from 75% to 50%; and
2. Add a second explanatory variable, corporate bond yield spreads, to the original formula with the same 50% sliding scale factor.

The resulting adjusted formula can be expressed as:
ROE_{New} = Initial ROE + 50% X (Change in Forecast GOC Bond Yield)
+ 50% X (Change in Corporate Bond Yield Spread) *»*

(iv) *« La force de convergence vers la moyenne, connue sous le nom de vitesse d'ajustement du processus de retour à la moyenne, est de 0,25 et correspond à un moins le facteur d'élasticité déterminé par la Régie. Plus la vitesse d'ajustement est élevée, plus rapidement se fait la convergence, avec une convergence immédiate si la vitesse est fixée à un, et aucune convergence si la vitesse est fixée à zéro. Implicitement, le taux sans risque modifié utilisé par la Régie incorpore donc un contrôle qui l'empêche de trop s'éloigner du taux 30 ans espéré en 1999.*

Le parallèle avec la littérature sur la modélisation des taux d'intérêt fait ressortir deux points. Premièrement, la Régie a (indirectement) choisi une vitesse d'ajustement légèrement supérieure (mais non statistiquement différente) à ce qui est mesuré dans les taux d'intérêt lors d'estimations d'un processus de retour vers la moyenne, où la vitesse est généralement entre 0 et 0,2. Par exemple, Chan, Karolyi, Longstaff et Sanders (1992, Tableau III) estime la vitesse d'ajustement à 0,18 pour le modèle de Vasicek (1977) dans le taux à court terme américain. Le choix d'un facteur d'élasticité de 0,75 de la Régie s'est fait sur la base de l'évidence sur la relation entre le taux sans risque et la prime de risque, évidence qui n'est pas contestée ici. Le choix de 0,75 de la Régie m'apparaît donc raisonnable.»

Demandes :

9.1 Existe-il des études empiriques dans la littérature qui justifieraient l'utilisation de la somme de 50 % des variations des écarts de rendements des obligations du gouvernement et 50 % des variations des écarts de rendements des obligations corporatives A comme

variables explicatives de la variation de la prime de risque. Si oui, veuillez déposer les conclusions principales ainsi que vos références.

9.2 Veuillez commenter sur la vitesse d'ajustement de la formule proposée en référence (iii) en comparaison à celle de l'étude de Vasicek mentionnée à la référence (iv).

9.3 Veuillez indiquer si vous avez fait le même genre de tests de sensibilité, tel que décrit aux références (i) et (ii), et ce pour les sociétés non réglementées. Si oui, veuillez les déposer et en expliquer les résultats.

10. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1, page 10.

Préambule :

« Many analysts expressed support for a formulaic approach to determining ROEs because of the transparency, stability and predictability that this method provides. However, a number expressed the view that the ROE resulting from the formula was too low, and contend that they are much lower than regulated ROEs in the U.S. and U.K. While views ranged widely on this issue, some felt that the typically lower ROEs in Canada were not justified by the differences in risk for Canadian companies compared to FERC-regulated pipelines. Some parties suggested it was time for the Board to revisit the ROE Formula. »

Demande :

10.1 Êtes-vous en mesure de préciser les méthodes d'établissement du taux de rendement et les taux de rendements octroyés au Royaume Uni. Si oui, veuillez élaborer.

11. Référence : Pièce B-1, GI-4, document 1, page 57.

Préambule :

«For the sample of U.S. distribution utilities used in the DCF test (as well as the DCF-based equity risk premium test), the average expected long-term growth rate, as estimated using analysts' forecasts, for the entire 1995-2009 period of analysis was 4.8%.»

Demande :

11.1 Veuillez identifier la source et les données détaillées permettant d'établir le résultat de 4,8%.

12. Références : (i) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 57.
(ii) Pièce B-1, GI-4, document 1, page 57.
(iii) Pièce B-1, GI-4, document 1.1, appendix D, page D-5.

Préambule :

(i) «The growth component of the DCF model is an estimate of what investors expect over the longer-term. For a regulated utility, whose growth prospects are tied to allowed returns, the estimate of growth expectations is subject to circularity because the analyst is, in some measure, attempting to project what returns the regulator will allow, and the extent to which the utilities will exceed or fall short of those returns. To mitigate that circularity, it is important to rely on a sample of proxies, rather than the subject company.»

(ii) *The three-stage model is based on the premise that investors expect the growth rate for the utilities to be equal to the analysts' forecasts (which are five year projections) for the first five years, but, in the longer-term to migrate to the expected long-run rate of nominal growth in the economy. The three-stage DCF model is fully described in Appendix D. »*

(iii) « *The three-stage model relies on the I/B/E/S consensus of analysts' earnings forecasts for the first five years (Stage 1), the average of the I/B/E/S and the forecast long-term growth in the economy for the next five years (Stage 2) and the long-term growth in the economy thereafter (Stage 3). The long-run (2011-2020) expected nominal rate of growth in GDP is 5.0% based on the consensus of economists' forecasts (published twice annually)* found in Blue Chip *Financial Forecasts*, December 1, 2009. »

Demandes :

12.1 Dans quelle mesure le fait de s'appuyer sur un échantillon de sociétés réglementées américaines résout-il le problème de circularité cité à la référence (i).

12.2 Dans quelle mesure le fait de prendre seulement un estimé de la croissance américaine cité aux références (ii) et (iii), pour estimer le facteur g, est-il valable pour établir le taux de rendement qu'un organisme de réglementation canadien devrait octroyer à une entreprise comme Gazifère.