Montréal, le 6 juillet 2010

<u>Par courriel</u>

Me Guy Sarault
Heenan Blaikie s.e.n.c.r.l., SRL
1250, boul. René-Lévesque Ouest
bureau 2500
Montréal (Québec) H3B 4Y1

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**
Phase 2
Dossier de la Régie : R-3724-2010

Cher confrère,

Nous vous transmettons, par la présente, la demande de renseignements no. 1 que la Régie adresse à l'ACIG relativement à la Phase 2 du dossier mentionné en titre.

Conformément à notre lettre du 26 mars 2010, les réponses à cette demande de renseignements devront nous parvenir d'ici **12h le 20 juillet 2010.**

Veuillez agréer, cher confrère, l'expression de nos sentiments distingués.

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

P.j.

c.c. Tous les participants

DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS N° 1 DE LA REGIE DE L'ENERGIE (LA REGIE) A L'ACIG : 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. Références :
i) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 64 ;
ii) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 65 ;
iii) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 66 ;
iv) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 67.

Préambule :

i)
« ***Q. SO DO YOU RECOMMEND A 75% ROE ADJUSTMENT AND A 50% SPREAD ADJUSTMENT?***
A. *Of the alternatives this is the best for several reasons. First, Bank of Canada researchers have indicated that for investment grade bonds most of the yield change (63%) was due to liquidity changes rather than changes in default risk, which indicates that only 37% of the change in the yield spread may be due to default risk that might be linked to changes in the equity market. Consequently, although I judge 50% to be marginally excessive, I can accept this as it evens out over the business cycle.*

So if we accept the NEB's judgement that its formula ROE was working fine in 2001, we have the following ROE adjustment formula (Booth1):
ROE = 9.90% = 6.12% + 0.75(LTC Yield -6.12%) + 0.50*(Spread – 0.94%)*

This uses the data for 2000 in McShane Schedule 28 and was clearly a time when not just the NEB but every other board in Canada accepted the ROE adjustment formula as giving fair and reasonable ROEs; in fact the AEUB had yet to have its generic ROE hearing that mimicked the NEB formula. The 2000 date also has three advantages:

1. The yield spread of 0.94% was approximately normal. Since 1980 the A spread using Scotia Capital's index has averaged 104 bps, which is biased slightly high due to the unprecedented levels of the last two years.

2. As long as the Bank of Canada sticks to its 1.0-3.0% inflation forecast I would anticipate that the LTC yield will average about 5.50%. This is consistent with my forecast of 4.5% for next year as the economy recovers and then some normal over shooting as the economy peaks.

3. The date is shortly after the Regie's decision on Gazifere in 1999. »

ii)
« ***Q. WHERE CAN THE REGIE GET THE YIELD SPREAD DATA?***
A. *As far as I am aware there are no publicly available sources of yield spread data. This was the main reason why the use of yield spreads was rejected by the AEUB in 2004. Ms. McShane recommends the use of PC Bond which has the Scotia Capital yield data. However, if the Board or its experts has access to a Bloomberg terminal they can download series C29530Y, which is the 30 year A rated yield that Bloomberg estimates for Canadian utilities and is used by the OEB in their new ROE formula. The OEB then also uses Cansim series V39056 for the LTC yields. The same series can also be used to backfill to 2001.* »

iii)
« *I would recommend that if the Regie decides to change its formula ROE to avoid the need for the sorts of additions that were made by boards last year then it use a formula like Booth1, which mimics the performance of the NEB's ROE formula at a time when similar formulae were judged to be giving fair and reasonable ROEs. This formula also "corrects" for the behaviour of the ROE formula during recessions when corporate spreads and utility borrowing costs increase.*
Over the whole of the business cycle I would anticipate that this would change the ROE from the Regie's existing formula in range of about 63 bps, since I would expect the normal range of the A spread to be from 50 to 175 bps. <u>However, in my judgement this formula marginally overstates the fair ROE and should be recalibrated. This would mean a reduction of about 50-100 bps in the intercept.</u> » (nous soulignons)

iv)
« ***Q. WHAT WOULD THIS MEAN FOR GAZIFERE?***
A. *A new formula based on the 1999 decision would be as follows:*
ROE = 10% + 0.75 (LTC yield forecast – 5.70%) + 0.50 * (Spread – 0.99%)*

These are the data involved in Gazifere's last fair ROE determination where from Ms. McShane's Schedule 28 she has the corporate spread at that time as 99 bps. Obtaining a forecast spread is very difficult, but the current utility spread is about 130 bps so with my LTC forecast yield of 4.50% the new formula would give a fair ROE of 10.0% + 0.75(4.50-5.70) + 0.50* (1.30-.99) or 9.25%. The decline in the LTC yield would cause the fair ROE to drop by 0.90% while the increase of 31 bps in spreads would cause an offset of 15 bps. Compared to the Regie' decision last year where Gaz Metro was awarded a 0.25-0.55% addition to the ROE due to the crisis, the addition resulting from the new formula would only be 15 bps reflecting the stabilisation in financial markets that has occurred since then. <u>However, as I have indicated before I consider this formula in need of some rebasing as I judge the result to be above a fair and reasonable ROE.</u> » (nous soulignons)*

Demandes :

1.1 Relativement à la formule Booth1, veuillez fournir les données historiques disponibles permettant de couvrir plusieurs cycles économiques (remontant au moins à 1960 si

possible) et sous forme de fichier Excel, relatives aux taux de rendement des obligations corporatives canadiennes long terme cotées A de l'indice Scotia Capital citée à la référence i), aux taux de rendement des obligations des sociétés canadiennes réglementées long terme cotées A de l'indice de Bloomberg citée à la référence ii), ainsi qu'aux taux de rendements des obligations du gouvernement fédéral canadien de même échéance (10, 20 ou 30 ans). Veuillez calculer et fournir les écarts de rendement, l'écart de rendement moyen ainsi que l'écart-type pour l'ensemble de la période. Veuillez présenter sous forme graphique les écarts de rendement, la moyenne historique de ces écarts pour l'ensemble de la période, et indiquer les bornes établies par plus ou moins un et deux écarts-types.

1.2 Veuillez expliquer et commenter sur la volatilité et l'évolution des écarts de rendement des obligations corporatives canadiennes long terme cotées A et des écarts de rendement des obligations des sociétés canadiennes réglementées long terme cotées A et ce, pendant les différents cycles économiques ainsi que pendant la crise financière de 2008 et 2009.

1.3 Veuillez expliciter votre recommandation d'utiliser 0,94 % comme écart moyen des rendements des obligations corporatives canadiennes long terme cotées A de votre formule à la référence i).

1.4 Veuillez expliquer la méthodologie de calcul de l'indice de Bloomberg de la référence ii). Veuillez fournir les noms des sociétés incluses dans l'indice.

1.5 À partir des passages que nous avons soulignés aux références iii) et iv), la Régie doit-elle comprendre qu'il faudrait diminuer le taux de rendement actuellement en vigueur et le remplacer par le résultat de votre formule à la référence iv). Veuillez préciser.

2. Référence : Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 73.

Préambule :

« ***ARE THERE OTHER FACTORS DEPRESSING BOND RATINGS IN THE US?***
Yes. S&P has been concerned for sometimes that US regulators have not protected US bond holders from corporate M&A activity and raids by poorly rated parent or holding 6 companies. This was a feature of the late 1990s when many local telephone companies either took over or were taken over by Internet companies and were subsequently downgraded. In response, S&P implemented a policy that the credit rating of a regulated telecom cannot be higher than the credit rating of its parent. For non-telecom utilities S&P states. »

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 de l'échantillon de l'expert de Gazifère. Ces obligations des sociétés et le risque associé à leur incapacité de payer ces sommes importantes sont un facteur majeur de plusieurs faillites.

Demandes :

2.1 Veuillez expliquer si le calcul pour établir le pourcentage d'avoir propre ou le taux de capitalisation des sociétés américaines en utilisant uniquement les capitaux propres et empruntés et ce sans tenir compte des passifs significatifs tel que ceux reliés aux fonds de pension et aux soins de santé, représente un portrait fidèle et exact du risque financier des sociétés américaines de l'échantillon de l'expert de Gazifère. Veuillez commenter.

2.2 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.

3. Référence : Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, page 89.

Préambule :

*« **Q. ISN'T THE 40% JUSTIFIED BY GAZIFERE'S SMALL SIZE?***
***A.** No. It is undoubtedly true that smaller firms face more financial constraints. However, the stand alone principle does not justify passing on these higher costs to consumers. Regulation of public utilities is designed to reap the benefits of competition without the exercise of monopoly power from decreasing long run costs. In my judgment Gazifere would have a short life expectancy were it to be an independent utility: it would quickly be taken over by a larger utility able to reap these economies of scale. The record of the disappearance of most publicly owned utilities in Canada supports this prediction.*

Of importance is that some of these economies of scale are financial, in that larger firms can access the public markets on better terms. I therefore would expect Gazifere to only incur the financial costs of a larger entity in a competitive market. To allow the higher costs of a smaller utility to be passed on to consumers is then to pass on costs that are not justified in a competitive market. In this way I disagree with the statements made in GI-31 Doc 1.3, where Gazifere's debt cost is listed as 7.53% or a 5.45% premium over the 5 year Canada yield with 0.20% of this borne by its parent and the rest allocated to customers. I regard this as unfair and unreasonable and would recommend that the Regie only allow Gazifere the cost actually incurred by its parent and mirrored down to Gazifere through inter corporate loans.

On March 5 Enbridge raised 9 year debt at 4.53% or a 109 bps spread over Canadas, while on April 10, 2010 its long term debt was 5.26% or about a 125 bps spread over long Canadas. Charging customers a spread of 5.25% when its parent Enbridge is only incurring spreads of 109-125bps is essentially transfer pricing funds to its parent at the expense of consumers.

As a benchmark I would point out that the OEB applies the same long term bond cost to all the electric distribution companies regardless of size. In EB2009-0084 (page VIII) this rate was

described as the forecast LTC yield plus the average spread between A rated utility debt and LTC yields at the time of the calculation.»

Demandes :

3.1 Veuillez élaborer sur votre affirmation: « *However, the stand alone principle does not justify passing on these higher costs to consumers. Regulation of public utilities is designed to reap the benefits of competition without the exercise of monopoly power from decreasing long run costs. »*

3.2 À part l'OEB, y-a-t-il d'autres régulateurs qui fixent le coût de la dette selon une obligation de référence, et non selon le principe d'isolement, tout en utilisant le principe d'isolement pour fixer le taux de rendement. Veuillez fournir les références et expliquer les différences le cas échéant.

4. Références :

i) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, appendix B, schedule 1, page 15 ;

ii) Pièce C-2-13 ACIG, Preuve du Dr Booth, appendix B, schedule 10, page 25.

Préambule :

Données sur les rendements historiques.

Demandes :

4.1 Veuillez fournir sous forme de chiffrier Excel les données de la référence i) ayant servi au calcul des moyennes historiques canadiennes.

4.2 Veuillez fournir sous forme de chiffrier Excel les données de la référence ii) ayant servi au calcul des moyennes historiques pour le marché américain.