Montréal, 13 mai 2010

PAR COURRIEL

Me Véronique Dubois
Secrétaire de la Régie de l'énergie
Régie de l'énergie
Tour de la Bourse
800, Place Victoria, bureau 255
Montréal (Québec) H4Z 1A2

OBJET : R-3724-2010 - 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.

Chère consoeur,

Vous trouverez ci-joint la demande de renseignements no. 1 de l'ACEF de l'Outaouais, déposée dans le cadre de la phase 2 du dossier mentionné en rubrique.

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

Me Stéphanie Lussier
788, rue Galt
Montréal (Québec), H4G 2P7
Tél. : 514.761.0032
Courriel : stephanie.lussier@sympatico.ca

cc: Me Louise Tremblay (Miller Thomson Pouliot).

ENER-GM
Consultant en énergie et en environnement

Régie de l'énergie du Québec

R-3724-2010, Phase II

Demande d'approbation du renouvellement du mécanisme incitatif de Gazifère Inc., demande pour la fermeture réglementaire 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.

Demande de renseignements no.1 de l'ACEF de l'Outaouais

Préparée par :

Mounir Gouja, PhD
ET
Kaouther Jouaber, PhD

Pour

l'Acef de l'Outaouais
109, rue Wright,
Gatineau (Qué.)
J8X 2G7

13 mai 2010

6683, rue Jean Talon Est
H1S 0A5 St-Léonard (Qc)
Tél. : (514)249-8903 Fax : (514)448-7372
energm@gmail.com

Q .1

Référence :

GI-4, Document 1F, page 5

Préambule :

« La diminution des rendements des obligations à long terme du Canada au cours de 15 dernières années reflète en grande partie un profond changement dans l'économie canadienne caractérisé par le passage d'une situation de déficits et de taux d'endettement gouvernementaux énormes à une série ininterrompue de surplus budgétaires (à partir de 1997-98) et à une réduction soutenue du montant relatif de l'encours de la dette (par rapport à la taille de l'économie). L'amélioration remarquable des finances du gouvernement et la réduction de l'encours de la dette gouvernementale par rapport à la taille de l'économie a été accompagnée d'une réduction des rendements des obligations à long terme du Canada. Ce déclin durable des rendements des obligations à long terme du Canada reflète trois facteurs : une réduction du taux d'inflation prévu sur le long terme, la diminution des craintes des investisseurs quant à une nouvelle flambée de l'inflation aux niveaux connus dans la décennie 1980 et une diminution de l'offre de la dette à long terme du gouvernement par rapport à la demande.»

Demande :

Veuillez présenter dans un tableau les chiffres annuels observés sur les 15 dernières années et les prévisions attendues jusqu'en 2015 :

a. des rendements des obligations à long terme du Canada;
b. des déficits et surplus budgétaires gouvernementaux;
c. des encours de la dette gouvernementale brut;
d. des mesures utilisées de la taille de l'économie canadienne;
e. des encours de la dette gouvernementale par rapport à la taille de l'économie;
f. des taux d'inflation;
g. de l'offre de dette à long terme du gouvernement.

Q .2

Référence :

GI-4, Document 1F, page 7

Préambule :

«Durant une grande partie de la période de 2002 à 2007, avant le début de la crise financière, l'indice MVX était relativement stable, se situant dans une fourchette entre 8 et 24 avec une moyenne de 15. En 2008, l'indice MVX augmenta brusquement, atteint presque 90 en novembre 2008, son plus haut niveau depuis sa création, et eut une moyenne de près de 60 durant le 4e trimestre. Pour replacer ces valeurs en perspective, l'indice MVX n'avait jamais dépassé 25 avant août 2007. L'augmentation de l'indice MVX signalait une plus grande aversion pour le risque et une augmentation de la prime de risque sur capitaux propres. Alors que les principaux indices du marché indiquaient le contraire, l'application des formules d'ajustement automatiques, liées au rendement des obligations gouvernementales, donnèrent des RCA autorisés plus bas en 2009 qu'en 2008.»

Demande :

Veuillez présenter dans un même tableau les chiffres mensuels observés de 2002 à 2009:

a. de l'indice MVX;
b. du RCA autorisé;
c. des primes de risque sur capitaux propres.

Q .3

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 9

Préambule :

« Lorsqu'on fait la régression des RCA trimestriels autorisés de 1995 à 2009 (1995 étant l'année à laquelle le mécanisme d'ajustement automatique a commencé à être appliqué au Canada par la BCUC) sur les rendements des bons du Trésor à long terme décalés de six mois, le résultat indique que les RCA autorisés ont changé d'environ 40 points de base en fonction de chaque point de pourcentage de changement dans le rendement des obligations gouvernementales à long terme.»

Demande :

a. Veuillez expliciter la méthodologie d'estimation utilisée pour obtenir ce résultat.

b. Veuillez présenter les résultats de la régression de RCA trimestriels autorisés de 1990 à 1994 sur les rendements des bons du Trésor à long terme décalés de six mois.

c. Veuillez présenter les résultats de la régression de RCA trimestriels autorisés de 1990 à 2009 sur les rendements des bons du Trésor à long terme décalés de six mois.

Q .4

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 10

Préambule :
« Plusieurs analystes ont mentionné que lorsqu'ils cotent les titres des services publics canadiens comme des valeurs « à acheter », ces cotes ont tendance à refléter les perspectives associées à leurs activités non réglementées. Plusieurs analystes ont aussi noté que, depuis plusieurs années, les sociétés s'attachent à réduire leurs coûts et prennent d'autres mesures pour soutenir la croissance des dividendes et des bénéfices de l'entreprise, et ils se demandent pendant combien de temps encore elles pourront continuer de le faire.»

Demande :

a. Veuillez donner des exemples d'analystes ayant exprimé cet avis et rapporter leurs propos.

b. Veuillez présenter la répartition de l'activité réglementée et non réglementée de Gazifère en données annuelles de 1990 à 2009.

c. Veuillez présenter dans le même tableau les taux de rendements du capital-action et les risques associés à l'activité réglementée et à l'activité non réglementée de Gazifère en données annuelles de 1990 à 2009.

Q .5

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 10

Préambule :
« *Le rapport de 2007 exprime des points de vue similaires. Certaines parties ont exprimé la crainte que, seules, les entités réglementées auraient de la difficulté à attirer des capitaux compte tenu des faibles RCA. D'autres avaient plutôt le sentiment que ces entités seraient en*

mesure d'attirer des capitaux, mais que les modalités pourraient être plus coûteuses que celles dont profite l'entité consolidée.»

Demande :

a. Veuillez présenter dans un tableau la répartition entre capitaux propres et dettes financières ainsi que les coûts respectifs des ressources de financement de l'activité réglementée de Gazifère.

b. Veuillez présenter dans un tableau la répartition entre capitaux propres et dettes financières ainsi que les coûts respectifs des ressources de financement de l'activité non réglementée de Gazifère.

Q .6

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 10

Préambule :

« *Toutefois, ils ont aussi été un certain nombre à soutenir que les RCA calculés au moyen de la formule utilisée étaient trop bas, affirmant qu'ils étaient de beaucoup inférieurs à ceux des entreprises réglementées aux États-Unis et au Royaume-Uni. Même si les points de vue divergeaient grandement sur cette question, certains étaient d'avis que les RCA généralement moins élevés au Canada ne se justifiaient pas en fonction des niveaux de risque différents que pourraient représenter les sociétés canadiennes comparativement à ceux des pipelines réglementés par la FERC (commission de réglementation de l'énergie des États-Unis).»*

Demande :

Veuillez présenter un tableau comparant les RCA autorisés et les risques des sociétés réglementées au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni depuis 1992.

Q .7

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 12

Préambule :

« *L'ONÉ note aussi que :*

La formule RH-2-94 repose sur une seule variable, à savoir le rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada. L'Office est d'avis que les changements qui pourraient

influer sur le coût du capital de TQM ne sont peut-être pas captés par les rendements des obligations à long terme du gouvernement du Canada et qu'ils pourraient, par conséquent, ne pas avoir été pris en considération par les résultats de la formule RH-2-94. De plus, les changements dont il a été question plus haut dans le cadre du nouveau contexte commercial sont des exemples de changements qui, depuis 1994, n'ont peut-être pas été pris en compte par la formule RH-2-94. Au fil du temps, ces faiblesses risquent de prendre de l'ampleur et de soulever un doute supplémentaire quant à l'applicabilité du résultat de la formule RH-2-94 à TQM pour 2007 et 2008.»

Demande :

a. Veuillez expliciter les changements qui, d'après l' ONÉ, pourraient influer sur le coût du capital de TQM et qui ne sont peut-être pas captés par les rendements des obligations à long terme du gouvernement du Canada.
b. Veuillez expliquer dans quelle mesure cet argument peut s'appliquer à Gazifère.
c. Veuillez expliciter « les changements dont il a été question plus haut dans le cadre du nouveau contexte commercial » auxquels il est fait référence ici.
d. Veuillez expliquer dans quelle mesure ces « changements dont il a été question plus haut dans le cadre du nouveau contexte commercial » se vérifient dans le cas de Gazifère.
e. Veuillez préciser comment est calculé le RCA autorisé de TQM en 2009.

Q .8

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 14

Préambule :

« *La BCUC établit le RCA autorisé de Terasen Gas, le service public de référence désigné, à 9,50% comparativement à 8,47% pour les six premiers mois de 2009 et ce, à partir du 1er juillet 2009. Le RCA correspondant entrant en vigueur le 1er juillet 2009 dans le cas des deux petits services publics de distribution de gaz fut de 10,0 %, soit 50 points de base de plus que le RCA du service public de référence.»*

Demande :

a. Veuillez présenter les arguments justifiant les 50 points de base de plus que le RCA du service public de référence appliqués par la BCUC aux petits services publics de distribution de gaz.

b. Veuillez indiquer dans quelle mesure Gazifère Inc. peut être comparée à ces deux petits services publics de distribution de gaz.

Q .9

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 27

Préambule :

« *Le mécanisme comprend un système de partage asymétrique : les clients sont crédités d'une part des gains dépassant le rendement autorisé, mais n'ont pas le fardeau de tout manque à gagner. Comparativement à la méthodologie traditionnelle basée sur le coût de service, laquelle était basée sur un budget d'une seule année, la méthodologie incitative basée sur la performance avec un terme de cinq ans expose le service public à un risque plus élevé de ne pas atteindre le rendement autorisé.*»

Demande :

Veuillez présenter les parts de gains dépassant le rendement autorisé reversés aux clients de Gazifère Inc. et les manques à gagner enregistrés par Gazifère Inc. depuis la mise en place du mécanisme incitatif basé sur la performance globale.

Q.10

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 36

Préambule :

« *Le fait de baser les calculs des primes de risque obtenus sur les périodes les plus longues disponibles reflète la notion qu'il est nécessaire de refléter une gamme aussi large que possible de types d'événements pour éviter de surpondérer des périodes de circonstances « inhabituelles ». D'un autre côté, l'objectif de l'analyse est d'évaluer les attentes des investisseurs dans l'environnement économique et les marchés de capitaux actuels. Par conséquent, j'ai centré l'analyse sur les rendements après la Seconde Guerre mondiale, c'est-à-dire de 1947 à 2009, une période alignée de plus près avec ce que les investisseurs actuels*

prévoient probablement à long terme ainsi que les rendements et les primes de risque obtenus sur des périodes plus longues.»

Demande :

Veuillez justifier le choix de la période d'après la Seconde Guerre mondiale par rapport à l'après crise de 1929 hormis le fait que 1947 soit une date plus « actuelle » que 1929, date ayant marqué un tournant dans le paysage économique mondial.

Q.11

Référence :

GI-4, Document 1F, page 38

Préambule :

« *De plus, le marché des valeurs américain a historiquement été la principale alternative aux valeurs mobilières nationales pour les investisseurs canadiens. À la fin de 2008, environ 47 % des valeurs étrangères des portefeuilles canadiens étaient américaines.»*

Demande :

Veuillez indiquer pour chaque année depuis 1998 à 2009, la pondération des valeurs étrangères (toutes nationalités confondues) dans le portefeuille des investisseurs canadiens.

Veuillez indiquer le pourcentage des investissements directs canadiens à l'étranger (tous pays confondus).

Q.12

Référence :

GI-4, Document 1F, page 50

Préambule :

« *Comme les risques commerciaux des services publics de distribution américains sont considérés plus élevés que ceux du service public de distribution canadien typique, les services publics américains ont des ratios du capital-actions ordinaire plus élevés (et donc des risques financiers plus faibles). Le ratio du capital-actions ordinaire moyen des services publics de distribution américains de l'échantillon (basé sur la moyenne des quatre derniers trimestres se terminant en septembre 2009) était d'environ 48 % (Annexe 5), comparativement à un ratio du capital-actions ordinaire typique des services publics canadiens d'environ 40 % (Annexe 4). »*

Demande :

a. Veuillez préciser si ces ratios sont obtenus à partir des valeurs comptables ou plutôt des valeurs de marché du capital-actions ordinaires et des dettes des entreprises.

b. Veuillez indiquer dans quelle mesure il est possible de considérer que le risque total supporté par les actionnaires des entreprises du service public de distribution canadien typique est comparable à celui supporté par les actionnaires des services publics de distribution américains.

Q.13

Référence :

GI-4, Document 1.1, pages B-9 et B-11

Préambule :

« *Historiquement, l'indice composé du marché des actions canadiennes a été dominé par les titres du secteur des ressources. À la fin de 1980, les actions du secteur des ressources représentaient pas moins de 46 % de la valeur au marché du TSE 300 (l'ancêtre de l'indice composé S&P/TSX).*»

« *Standard & Poors et le TSX ont traité quelques-uns de ces problèmes à l'occasion de la refonte du TSE300 en mai 2002 qui a donné lieu à la création de l'indice composé S&P/TSX. Avec cette refonte, qui comprenait des critères d'adhésion plus restrictifs, il n'était désormais plus nécessaire d'avoir un nombre spécifique de sociétés inscrites à l'indice*. »

Demande :

Veuillez expliciter les critères de sélection des titres rentrant dans la composition des indices TSE 300 et S&P/TSX.

Q.14

Référence :

GI-4, Document 1.1, pages B-15 et Document 1F, page 54

Préambule :

« *Les moyennes mobiles sur dix ans dans les figures B-3 et B-4 ci-dessus indiquent qu'il n'y a aucune tendance de fond à la hausse ou à la baisse dans le rendement des capitaux propres depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.*»

« Une analyse des données sous-jacentes indique qu'il n'y a pas eu de tendance haussière ou baissière durable du rendement des titres des services publics (Annexe 14); les rendements des services publics tant américains que canadiens sont rassemblés dans une fourchette de 11,0 à 12,0%, avec un point médian d'environ 11,5%. »

Demande :

Veuillez appuyer ces affirmations par des tests statistiques mettant en évidence l'absence de tendances par exemple par une régression linéaire sur le temps ou par des tests de marche aléatoire.

Q.15

Référence :

GI-4, Document 1F, page 58

Préambule :

« *Au minimum, l'ajustement pour marge de manœuvre financière devrait être suffisant pour permettre à une société réglementée de maintenir sa valeur du marché notionnelle un peu au-dessus de sa valeur comptable, c'est-à-dire à un ratio cours-valeur comptable entre 1,05 et 1,10. À ce niveau, le service public pourrait recouvrer ses coûts de financement réels et serait également en mesure d'attirer de nouveaux capitaux (dans la plupart des scénarios de marché) sans porter atteinte à son intégrité financière*.»

Demande :

Veuillez expliquer le choix d'un ratio cours-valeur comptable entre 1,05 et 1,10 et montrer pourquoi c'est à ce niveau que le service public pourrait recouvrer ses coûts de financement réels et serait également en mesure d'attirer de nouveaux capitaux (dans la plupart des scénarios de marché) sans porter atteinte à son intégrité financière.

Q.16

Référence :

GI-4, Document 1F, page 58 et Document 1.1, pages E-2 et E-3, note 22

Préambule :

« Pour maintenir le ratio cours-valeur comptable entre 1,05 et 1,10, l'ajustement pour marge de manœuvre financière doit être d'environ 50 points de base.»
« L'ajustement pour marge de manœuvre financière est calculé à l'aide de la formule suivante basée sur le modèle des flux monétaires actualisés :

$$\text{Rendement de la valeur comptable des capitaux propres} = \frac{\text{ratio cours/valeur comptable x coût du capital-actions « minimal »}}{1 + [\text{taux de rétention } (\text{ratio cours/valeur comptable} - 1{,}0)]}$$

Si le ratio cours/valeur comptable est de 1,075 (point médian entre 1,05 et 1,10), en supposant un taux de rétention de 35 % et un coût du capital-actions de 10,0 %, le RCA indiqué est :

$$\text{RCA} = \frac{1.075 \times 10.0\%}{1 + [.35\ (1.075 - 1.0)]}$$

$$\text{RCA} = 10{,}5\ \%$$

L'écart de 50 points de base entre le RCA et le coût du capital-actions « minimal » constitue l'ajustement pour marge de manœuvre financière.»

Demande :

Veuillez expliciter comment cette formule est obtenue à partir du modèle des flux monétaires actualisés.

Q.17

Référence :

GI-4, Document 1F, pages 67 et 70

Préambule :

«La formule ajustée pourrait s'exprimer comme suit :

$$\mathbf{RCA_{nouveau} = RCA\ initial + 50\ \%\ X\ (change.\ dans\ rendement\ prévu\ des\ oblig.\ GdC) + 50\ \%\ X\ (change.\ dans\ écart\ des\ rendements\ oblig.\ de\ sociétés)}$$

« Avec la formule révisée proposée, l'intégration d'une fourchette de plus ou moins 200 points de base autour du RCA correspondrait à un plafond sur le rendement prévu des obligations du Canada à long terme d'environ 8,70 %. »

Demande :

a) Veuillez présenter dans un tableau les valeurs attendues du $RCA_{nouveau}$ suite à des variations de la valeur du changement dans le rendement prévu des obligations GdC de telle sorte à mettre en évidence un $RCA_{nouveau}$ pouvant varier de +ou- 200 points de base. Pour ce faire, veuillez considérer un pas minimum de 0,1% entre deux changements dans le rendement prévu des obligations GdC successifs.

b) Veuillez présenter dans un tableau les valeurs attendues du $RCA_{nouveau}$ suite à des variations de la valeur du changement dans les écarts des rendements des obligations de sociétés de telle sorte à mettre en évidence un $RCA_{nouveau}$ pouvant varier de +ou- 200

points de base. Pour ce faire, veuillez considérer un pas minimum de 0,1% entre deux changements dans les écarts des rendements des obligations de sociétés successifs.

Q.18

Référence :

GI-4, Document 1F, page 69 et note 83

Préambule :

« *Je fais allusion aux RCA de l'ONÉ à des fins de comparaison car la formule de l'ONÉ est pratiquement identique à celle de la Régie. De plus, elle fut l'une des premières formules adoptées au Canada, est restée inchangée depuis la publication de RH-2-94 et jusqu'à son annulation en 2009, et les résultats qu'elle produisait furent publiés tous les ans depuis son adoption.*»

Demande :

c) Veuillez indiquer les modifications du facteur d'ajustement opérées par la BCUC.

d) Veuillez indiquer quelle alternative a été adoptée après l'annulation de la formule en 2009.

Q.19

Référence :

GI-4, Document 1F, page 68 note 79 et page 70

Préambule :

« *Jadis, la CPUC effectuait des révisions annuelles du coût du capital-actions. Sous le nouveau régime, elle fera des révisions triennales du coût du capital-actions. Le mécanisme d'ajustement automatique fixera les RCA durant les autres années.* »

« *L'établissement d'un processus de révision quinquennal du RCA, ainsi que de la formule du RCA, permettrait d'assurer un équilibre entre l'objectif de l'efficience réglementaire et l'obligation de fixer un rendement équitable.* »

Demande :

Veuillez justifier l'application préconisée d'un processus de révision quinquennal du RCA de Gazifère différent des révisions triennales décidées par la CPUC.

Q.20

Référence :

GI-4, Document 1F, page 68 note 79 et page 70

Préambule :

« *Une telle formule révisée serait analogue à la formule d'ajustement automatique qui a été adoptée par la Public Utilities Commission of the State of California (CPUC) en mai 2008 comme méthode de détermination des RCA des services publics sous sa juridiction*. »

« Les RCA ne seront ajustés que s'il y un changement dans les rendements obligataires à long terme des services publics témoins de plus de 100 points de base.»

« Si la détermination du changement nécessaire pour justifier le déclenchement du mécanisme relève essentiellement d'une question de jugement, un changement de plus ou moins 200 points de base nous parait raisonnable. »

Demande :

Étant donné que la formule d'ajustement automatique proposée ici est analogue à la formule d'ajustement automatique qui a été adoptée par la (CPUC) en mai 2008, veuillez justifier la préconisation d'un système de déclenchement du mécanisme de changement différent de celui adopté par la CPUC.