

**C A N A D A**

**PROVINCE DE QUÉBEC  
DISTRICT DE MONTRÉAL**

**No. R-3842-2013**

---

**RÉGIE DE L'ÉNERGIE**

**HYDRO-QUÉBEC**, personne morale de droit public légalement constituée en vertu de la Loi sur Hydro-Québec, L.R.Q., ch. H 5, ayant son siège social au 75, boul. René-Lévesque Ouest, dans les cité et district de Montréal, province de Québec, H2Z 1A4,

---

**DEMANDE D'APPROBATION**

**TAUX DE RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES ET  
MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT**

**ARGUMENTATION ÉCRITE**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
I- L'OBJET ET LE CADRE DE LA DEMANDE CONJOINTE.....	1
II- LE TAUX DE RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES .....	1
A. COMMENTAIRES INTRODUCTIFS .....	1
B. LE CADRE JURIDIQUE RELATIF À LA DÉTERMINATION DU RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES .....	8
1. Un pouvoir discrétionnaire .....	9
2. Un devoir statutaire .....	10
C. LES NORMES, CRITÈRES ET PRINCIPES D'ÉVALUATION DU RENDEMENT RAISONNABLE .....	12
1. La norme réglementaire et les critères d'évaluation du rendement raisonnable.....	12
2. Des principes d'évaluation du rendement raisonnable.....	13
D. LES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE .....	18
1. Les méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains.....	18
2. Les méthodes retenues par la Régie .....	20
E. LA MÉTHODE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MÉAF) ET SES AJUSTEMENTS .....	21
1. Le taux sans risque .....	21
a) La preuve de Concentric.....	21
b) La preuve d'intervenants.....	22
2. La prime de risque du marché ou ( $R_m - R_f$ ).....	24
a) La preuve de Concentric.....	24
b) La preuve d'intervenants.....	26
3. Le risque relatif du distributeur et du transporteur repères ( $\beta$ ) .....	28
a) La preuve de Concentric.....	29
b) La preuve d'intervenants.....	30
4. Les frais d'émission .....	33
5. Un ajustement requis pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation.....	34
a) La preuve de Concentric.....	35
b) La preuve d'intervenants.....	36
6. Le résultat de l'application du MÉAF ajusté, ou « <i>Reconciled CAPM</i> ».....	37
F. LA MÉTHODE D'ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES ET SES VARIANTES .....	38
1. Le rendement de dividendes .....	38
2. Le taux de croissance des dividendes .....	38
3. Des estimations de taux de croissance des revenus .....	39

4.	Des décisions et préoccupations de la Régie concernant l'application de l'AFM.....	39
a)	L'allégation d'un biais institutionnel ou « <i>optimism bias</i> ».....	40
b)	Une preuve utile et suffisante de comparabilité des groupes de référence.....	41
c)	La compensation du risque associé aux activités de production d'électricité.....	44
d)	La nécessité d'une analyse comparative contemporaine du risque pour satisfaire au critère de l'investissement comparable.....	45
e)	Des résultats de l'analyse de risques.....	46
5.	Le résultat de l'application du modèle d'AFM.....	47
6.	Critique de la méthodologie d'application du modèle d'AFM produit par l'expert Booth.....	48
G.	LA SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE L'APPLICATION DU MÉAF ET DE L'AFM.....	49
III-	L'OPPORTUNITÉ D'UNE FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE.....	50
A.	COMMENTAIRES INTRODUCTIFS.....	50
B.	LE REJET DE LA FORMULE D'AJUSTEMENT IMPLICITE.....	51
C.	LE REPORT D'UNE FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE.....	51
D.	L'AFFIRMATION DU DROIT DE SE PRÉSENTER PÉRIODIQUEMENT.....	52
IV-	MODALITÉS DE MISE À JOUR DU COÛT DE LA DETTE ET DU COÛT DU CAPITAL PROSPECTIF.....	53
V-	LE MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT.....	53
A.	COMMENTAIRES INTRODUCTIFS.....	53
B.	LES CRITÈRES ET OBJECTIFS PERTINENTS À L'ÉLABORATION D'UN MTÉR POUR LES DEMANDEURS.....	54
1.	Une limite aux écarts de rendement favorables conservés par l'entreprise.....	55
2.	Le maintien d'un incitatif adéquat à l'efficience.....	56
3.	Le partage équitable des écarts de rendement.....	56
4.	L'allègement réglementaire.....	57
C.	LES ÉLÉMENTS DU MTÉR PROPOSÉ ET LEUR BIEN FONDÉ.....	57
1.	La détermination préalable d'un rendement raisonnable des capitaux propres.....	57
2.	Un MTÉR asymétrique.....	59
a)	La zone sans partage.....	59
b)	La zone avec partage.....	64
3.	Les écarts faisant l'objet du MTÉR.....	66
a)	La prise en considération des gains d'efficience et des écarts prévisionnels.....	66
b)	La prise en considération des comptes d'écarts existants.....	69
c)	Aucune exclusion.....	69
d)	Modalités de disposition des comptes d'écarts relatifs aux écarts de rendement.....	70

4.	La période d'application du MTÉR.....	71
5.	La relation entre un MTÉR et des indicateurs de performance .....	71
6.	Le cadre réglementaire approprié pour l'application du MTÉR .....	73
7.	Conclusion .....	74
VI-	CONCLUSIONS .....	74

**AU SOUTIEN DE LEUR DEMANDE CONJOINTE, HYDRO-QUÉBEC, DANS SES ACTIVITÉS DE TRANSPORT D'ÉLECTRICITÉ (LE TRANSPORTEUR) ET HYDRO-QUÉBEC, DANS SES ACTIVITÉS DE DISTRIBUTION D'ÉLECTRICITÉ (LE DISTRIBUTEUR) EXPOSENT CE QUI SUIT :**

**I- L'OBJET ET LE CADRE DE LA DEMANDE CONJOINTE**

1. Par leur Demande conjointe, le Transporteur et le Distributeur recherchent :
  - a) la détermination d'un taux de rendement raisonnable de leurs capitaux propres aux fins de l'établissement de tarifs à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2014, dans la mesure où la Régie rend une décision en temps opportun;
  - b) l'adoption d'un mécanisme de traitement des écarts de rendement (le **MTÉR**) entre le rendement des capitaux propres réalisé et celui autorisé (les **Écarts**);
  - c) la création de comptes d'écarts pour le Transporteur et pour le Distributeur afin de faire bénéficier leurs clients de la mise en œuvre du MTÉR proposé; et
  - d) l'adoption de modalités de mise à jour du coût de la dette et du coût du capital prospectif.
2. Cette Demande conjointe donne effet à un nombre de décisions de la Régie<sup>1</sup> et s'inscrit dans la foulée des dossiers R-3777-2011<sup>2</sup> et R-3814-2012<sup>3</sup>, où la Régie demandait aux Demandeurs d'aborder la question des excédents de rendement, en acceptant que le mécanisme de traitement des Écarts et la révision de la méthode d'établissement du rendement des capitaux propres soient examinés simultanément, dans un dossier conjoint distinct.
3. Ces décisions définissent l'objet et le cadre de la Demande conjointe et c'est à l'intérieur de ce cadre et à l'égard de cet objet que les Demandeurs ont présenté une preuve et sont entendus en l'instance.

**II- LE TAUX DE RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES**

**A. COMMENTAIRES INTRODUCTIFS**

4. La Régie a le pouvoir discrétionnaire et le devoir statutaire d'autoriser un rendement raisonnable des capitaux propres des Demandeurs.
5. Ce pouvoir doit s'exercer de manière raisonnable au regard de la *Loi sur la Régie de l'énergie (LRÉ)*, des principes et norme réglementaires applicables et de la preuve instruite à l'audience.
6. À l'instar d'autres régulateurs, la Régie a encadré l'exercice de sa discrétion par des critères d'évaluation précis ancrés dans des décisions de principe des Cours suprêmes du Canada et des États-Unis. Ces critères normatifs, au nombre de trois, soit les critères de l'investissement comparable, de l'attraction des capitaux et de l'intégrité financière, définissent la norme du rendement raisonnable et servent à juger du caractère raisonnable d'un rendement fixé par un régulateur.

7. Outre ces trois critères, dont l'application n'est pas contestée, certains principes d'évaluation auxquels la Régie a adhéré l'ont guidée dans l'exercice de sa compétence. Parmi ces principes, mentionnons, en raison de leur importance en l'instance, les principes de l'indépendance financière de l'entreprise réglementée et du coût d'opportunité de l'investisseur raisonnable.
8. De l'avis des Demandeurs, il serait déraisonnable d'établir un rendement des capitaux propres :
  - a) hors du cadre de la LRÉ et des décisions de la Régie<sup>4</sup>;
  - b) hors du cadre de la norme du rendement raisonnable et des critères qui la définissent, y compris le critère de l'investissement comparable;
  - c) en application d'une formule déficiente ou d'une méthode d'évaluation unique et inapte à représenter correctement les attentes des investisseurs dans les circonstances observées à l'heure actuelle ou dans toutes les phases des cycles économiques et financiers;
  - d) en contravention du principe de l'indépendance financière ou du principe du coût d'opportunité appliqué de façon prospective, selon la perspective de l'investisseur;
  - e) en omettant de considérer des éléments déterminants de la preuve pertinente;
  - f) en omettant de juger de la crédibilité des témoins et d'apprécier la force probante de leur témoignage.
9. Les Demandeurs sont également d'avis que la Régie est aujourd'hui saisie de faits nouveaux relatifs à des environnements financiers, économiques et réglementaires différents de ceux observés dans le cadre des dossiers R-3401-98 et R-3492-2002, et même ces dernières années.
10. Elle est aussi saisie d'une preuve volumineuse et fouillée de nature à répondre à ses préoccupations exprimées dans des décisions antérieures concernant, notamment, le recours à certains modèles d'évaluation et l'usage de données ou de groupes de référence d'origine américaine.
11. Par implication nécessaire, la détermination d'un rendement raisonnable en l'instance est tributaire d'une prise en compte de ces éléments nouveaux et différents qui lui ont été présentés en preuve.
12. À cet égard, il appert de la preuve unanime ou non contestée à l'audience :
  - a) que la Formule d'ajustement implicite utilisée depuis plus de 10 ans est déficiente et que son application résulte en des rendements déraisonnables pour l'année 2014<sup>5</sup>;
  - b) que l'AFM<sup>6</sup> et le MÉAF<sup>7</sup> constituent deux méthodes d'évaluation largement reconnues par les régulateurs canadiens et américains dont l'utilisation

combinée sur la base de données fiables de sources multiples favorise la détermination d'un rendement raisonnable<sup>8</sup>;

- c) qu'en raison de taux obligataires de longue durée historiquement bas, le taux sans risque requis aux fins de l'application du MÉAF demeure significativement inférieur au taux moyen historique<sup>9</sup>. Ce taux doit donc faire l'objet d'un ajustement à la hausse oscillant entre 35 points (3,95 %<sup>10</sup>) et l'équivalent implicite inclus dans un taux de 4,23 %<sup>11</sup> et ce, afin de refléter les attentes raisonnables des investisseurs. Cet ajustement est minimal eu égard à la hausse de 90 points du taux moyen des obligations de 10 ans depuis le dépôt de l'expertise de Concentric<sup>12</sup>;
- d) qu'en raison de variations hors normes d'écarts de crédit<sup>13</sup>, la prime de risque du marché requise aux fins de l'application du MÉAF demeure significativement inférieure aux balises historiques. Cette prime doit donc faire l'objet d'un ajustement à la hausse oscillant entre 60 points (6,10 %<sup>14</sup>) et l'équivalent implicite inclus dans une prime de risque du marché de 6,67 %<sup>15</sup>;
- e) que la mesure du risque relatif, ou bêta, requis aux fins de l'application du MÉAF requiert l'ajustement à la hausse des bêtas calculés à partir du cours de titres inscrits en bourse, suivant une méthodologie d'ajustement appropriée et nécessaire pour refléter les attentes raisonnables d'investisseurs appelés à utiliser ces bêtas ajustés aux fins de leurs décisions d'affaires<sup>16</sup>;
- f) que l'octroi de frais d'émission de l'ordre de 30 à 50 points de base est justifié, conforme au principe de l'indépendance financière et cohérent avec le traitement réservé aux autres entreprises assujetties à la Régie<sup>17</sup>;
- g) que l'AFM est un modèle particulièrement approprié pour déterminer le rendement des capitaux propres d'entreprises réglementées stables, transparentes et à faible risque comme les sociétés de services publics réglementées au Canada<sup>18</sup>;
- h) que la Régie est fondée de pondérer son analyse du rendement raisonnable sur la base de sources fiables de données américaines utiles<sup>19</sup>;
- i) qu'en dépit de désaccords concernant, notamment, les données pertinentes à son application, les résultats de l'AFM établis pour des sociétés réglementées américaines par le témoin Booth, soit 9,58 % (avec frais d'émission) et par le témoin Coyne, soit de l'ordre de 9,20 à 9,58 %, convergent pour justifier un ajustement à la hausse du MÉAF;
- j) que les rendements recommandés par les intervenants concernés, en l'occurrence de 6,2 % à 7,5 %, sont, à une exception près<sup>20</sup>, considérablement inférieurs à tous les rendements autorisés pour les entreprises réglementées canadiennes et américaines identifiées en preuve<sup>21</sup> alors que le taux de capitalisation réputé des Demandeurs est déjà inférieur à celui de toutes ces mêmes entreprises<sup>22</sup>.

13. Il appert également d'une preuve prépondérante :
- a) que les économies du Canada et des États-Unis sont hautement intégrées et démontrent une grande corrélation pour ce qui est des indicateurs importants comme la croissance du PIB, les prix à la consommation, les taux d'intérêts, les rendements des marchés en général et les rendements aux investisseurs dans les entreprises de services publics<sup>23</sup>. À titre illustratif, il importe de noter qu'un écart de seulement 12 points de base<sup>24</sup> sépare le taux des obligations de long terme de cote A des entreprises de services publics du Canada et des États-Unis et que ces taux sont plus significatifs pour les investisseurs<sup>25</sup>;
  - b) que les régulateurs canadiens ont recours et considèrent les résultats de méthodes d'évaluation multiples dans l'exercice raisonnable de leur discrétion en matière de rendement et, de façon prépondérante, font un usage combiné de l'AFM et du MÉAF<sup>26</sup>;
  - c) que l'acceptabilité et l'usage de données et de groupes de référence américains se sont accrus aux fins de la détermination d'un rendement raisonnable d'entreprises réglementées canadiennes<sup>27</sup>;
  - d) que l'évolution notée par Moody's dans son plus récent rapport de septembre 2013 concernant l'environnement réglementaire et les risques associés aux « *utilities* » œuvrant en sol américain, appuie directement la comparabilité de ces sociétés américaines avec celles évoluant au Canada<sup>28</sup>;
  - e) que la réduction de l'écart de risques structurel, réel ou appréhendé, entre les entreprises de services publics au Canada et aux États-Unis appuie la comparabilité des sociétés formant le groupe de référence américain<sup>29</sup>;
  - f) qu'il est approprié d'utiliser, avec un poids relatif différent, les entreprises de services publics canadiennes et les entreprises de services d'électricité américaines pour estimer le rendement des capitaux propres requis par les Demandeurs<sup>30</sup>;
  - g) que la seule différence notable par rapport au risque commercial est que certaines sociétés canadiennes et américaines du groupe de référence possèdent des actifs de production<sup>31</sup>. Cependant, ce risque est plus que compensé par le plus grand risque financier des Demandeurs par rapport aux groupes de référence canadiens et américains<sup>32</sup>;
  - h) que la comparabilité du profil des Demandeurs à celui des entreprises réglementées incluses aux groupes de référence est établie sur la base d'une preuve utile et suffisante aux fins de cette comparabilité et de la détermination d'un rendement raisonnable<sup>33</sup>;
  - i) que la tendance anticipée à la hausse du taux sans risque s'est confirmée depuis juillet 2013<sup>34</sup>, que cette tendance haussière affecte déjà négativement les entreprises de services publics<sup>35</sup> et qu'elle appuie l'usage de données prévisionnelles à plus long terme pour établir ce taux<sup>36</sup>;



- j) que la réalité mathématique de l'approche générique de l'expert de l'AQCIE-CIFQ, son témoignage écrit et ses représentations publiques contredisent toute affirmation que sa recommandation de 7,5 % découle de l'application de l'AFM<sup>37</sup>;
  - k) qu'il est prématuré d'adopter une nouvelle formule d'ajustement automatique alors même que des formules récemment modifiées sont suspendues en raison des rendements déraisonnables qui en résultent, dans un environnement à la fois grevé de taux obligataires et d'écarts de crédit hors norme et toujours en proie aux effets de crises financières et de politiques monétaires en phase d'assouplissement progressif<sup>38</sup>.
14. Par ailleurs, dans son appréciation de la force probante de la preuve, la Régie devra juger de la crédibilité des témoins et de la qualité de leur preuve respective.
15. Cet examen s'impose en l'instance en raison d'approches très différentes adoptées par les témoins concernant un même sujet<sup>39</sup>, et de faits surprenants révélés lors des contre-interrogatoires des témoins Laurence Booth et Olivier Charest.
16. De l'avis des Demandeurs, la Régie ne peut simultanément se baser sur la preuve offerte par l'AQCIE-CIFQ et se conformer aux normes et critères largement reconnus et appliqués pour assurer la détermination d'un rendement raisonnable, y compris le critère de l'investissement raisonnable.
17. Au titre des questions de crédibilité des témoins de l'AQCIE-CIFQ à considérer lors du délibéré, mentionnons :
- a) l'utilité d'une preuve statique et invariable dans le temps, ancrée dans le *statu quo* et la minimisation ou l'ignorance de changements affectant des changements de conditions de marché<sup>40</sup>, l'approche des régulateurs canadiens<sup>41</sup>, l'accessibilité de nouvelles sources de données canadiennes<sup>42</sup>, ou encore d'importants constats d'une agence de notation<sup>43</sup>;
  - b) l'utilité d'un synopsis remis à l'expert de l'AQCIE-CIFQ et dont l'objectif déclaré au préalable semblait être d'atteindre, si possible, un résultat prédéterminé susceptible de justifier une réduction du rendement autorisé<sup>44</sup>;
  - c) les critiques de la comparabilité d'entreprises réglementées canadiennes et américaines fondées sur un rapport Moody désuet, et l'« omission » de l'expert de s'intéresser à une révision récente de ce rapport défavorable à ses prétentions, bien que ce rapport révisé ait été disponible et en preuve antérieurement au dépôt de ces critiques<sup>45</sup>;
  - d) l'utilité d'une analyse de risques de l'AQCIE-CIFQ que son expert n'aura jamais reçue ni lue avant le dépôt son rapport écrit en date du 15 octobre 2013<sup>46</sup>;
  - e) l'utilité d'une recommandation d'expert concernant le coût en capital et le rendement raisonnable livrée par son auteur sans analyse comparative de risques<sup>47</sup> ni examen de la preuve de risques préparée par d'autres intervenants<sup>48</sup>;

- f) la comparaison étonnante des résultats quasi identiques d'un « *Quick and Dirty CAPM* »<sup>49</sup> de 2009, d'un « *Summary on Fair ROE* » générique<sup>50</sup> de 2011 et d'un MÉAF soumis à un tribunal spécialisé au terme d'une analyse dite contemporaine des conditions économiques et de marché prévalant en octobre 2013<sup>51</sup>;
- g) la qualité d'une analyse de risques reconnue incomplète par l'analyste de l'AQCIE-CIFQ, notamment en l'absence d'une connaissance suffisante et d'une comparaison avec d'autres entreprises réglementées sous prétexte d'un manque de ressources<sup>52</sup>, alors que la preuve de Concentric aura été déposée en avril 2013 et que cet intervenant aura retenu les services d'un expert. La Régie pourra également juger de la force probante de cette analyse à la lumière de l'expérience très limitée de son auteur<sup>53</sup>;
- h) l'emprunt, à d'autres experts, de groupes de référence américains recombinaisonnés pour l'application de l'AFM, sans indication de la source et sans validation indépendante contemporaine et ce, « *to avoid conflict and discussion* »<sup>54</sup>;
- i) l'évitement d'un processus fondé sur l'article 49 LRÉ appliqué à deux entreprises spécifiques, dans l'environnement qui leur est propre et à un moment donné dans le temps, pour plutôt tenter de lui substituer un cadre d'évaluation d'un rendement générique pan-canadien témoignant de la vision de son auteur<sup>55</sup>;
- j) le recours à des syllogismes<sup>56</sup>, des insinuations<sup>57</sup>, et des inférences<sup>58</sup> relevant de l'argumentation d'une partie intéressée, non pas de l'expertise rigoureuse et indépendante comme l'exige la Régie dans ses directives aux experts qui se présentent devant elle.

18. En matière d'analyse de risques, les propos du témoin Booth sont éclairants<sup>59</sup> :

Q. [243] Yes. Now, I understand reading your report that you personally, you did not perform a separate analysis of HQT and HQD risk profiles and rely on what you were provided by Mr. Charest, correct?

A. Well, I did look at the business risk in my appendix A but I did it from six thousand (6,000) feet, looking at the basic return. Do they make their allowed rate return and what is the long-run risk in terms of the competition with gaz relative to other provinces.

Q. [244] And I also...

A. So I did to a risk analysis but I didn't go into the nuts and bolts that Mr. Charest went into.

Q. [245] And I also understand that you did not perform a separate comparative risk analysis between HQT and HQD on one end, and a number of U.S. or Canadian proxy groups for purposes of determining whether they're comparable and from there, establishing a fair ROE. You did not provide...

A. No, that's not necessary. The practice in Canada is to look at the change in the business risk to assess the capital structure

and the capital structure equalizes the overall risk and then you apply generic ROE. And the focus of his hearing was the appropriate generic ROE to apply to both HQT and HQD. [nos soulignements]

19. Mais plus encore, la crédibilité du témoin expert de l'AQCIE-CIFQ pourra se mesurer à la lumière de sa gamme de rendements raisonnables.
20. Lorsqu'appelé à justifier sa recommandation principale et sa formule d'ajustement automatique, ce témoin admettait le caractère déraisonnablement bas de rendements de l'ordre de 6,2 % produits par une formule implicite jugée déficiente, puisque inférieurs à sa propre recommandation de 7,5 %<sup>60</sup>.
21. Lorsqu'appelé à justifier sa fourchette de rendements raisonnables suivant le MÉAF, ce témoin défendait (bien que cela ne soit pas sa recommandation) le caractère raisonnable d'un rendement de 6,5 %<sup>61</sup>, soit la borne inférieure de sa fourchette en l'absence de frais d'émission, bien que ce rendement soit inférieur au rendement produit par une formule structurellement déficiente :

I would say that the Board, or the Régie, has approved, I don't know whether it approved the six point two percent (6.2%) at the moment but it certainly approved allowed ROEs at approximately that level, so presumably, the Régie has found those rates to be fair and reasonable in the past. I would say at the moment, six point five percent (6.5%) would not be my recommendation for a fair rate of return but six point five percent (6.5%), it's certainly within a reasonable range if we are in fact estimating the rate of return as an expected rate of return, an opportunity cost in a capital market.<sup>62</sup> [nos soulignements]

22. Lorsqu'appelé à justifier l'imposition d'un rendement générique aux Demandeurs, le témoin Booth semblait prêt à consentir un rendement d'au moins 8,60 % correspondant au rendement du distributeur repère de gaz naturel<sup>63</sup>, bien que ce rendement soit de 110 points supérieur à sa recommandation et à l'extérieur de sa gamme de rendements raisonnables de 7,0 % à 8,05 % :

Q. So you're saying, again, just following, you know, I don't agree with your assessment of a few things here, but essentially following your own logic, Hydro-Québec should be granted at least eight point six percent (8.6%)?

A. I would say that if the Régie is consistent with its decision for Gaz Métro in the assessment of the business risk of Gaz Métro, the thirty (30) basis point adjustment, and it agrees that the common equity ratios adjust for the differences in the business risk of HQT and HQD, then that would be consistent with its prior decisions, yes. [nos soulignements et gras]

23. Ces échanges sont révélateurs.
24. D'entrée de jeu, les Demandeurs invitent la Régie à noter l'admission quant à l'octroi d'un taux raisonnable d'au moins 8,60 %.

25. Cela dit, pour quelles raisons le témoin Booth aurait-il recommandé un rendement de 7,5 % alors qu'il était d'avis, en toute logique et par cohérence avec son modèle générique et les décisions de la Régie, que celle-ci devait permettre un rendement d'au moins 8,60 %?
26. Comment ce rendement de 110 points inférieur au rendement du distributeur repère pourrait-il se justifier, en l'absence de toute analyse comparative de risques permettant de lier ce distributeur repère à la situation des Demandeurs ou aux conditions économiques ou financières contemporaines à cette évaluation?
27. Comment le témoin Booth peut-il évoquer le recours à plus d'un modèle pour justifier un rendement de 7,50 % alors que le résultat de son AFM (9,58 % avec frais d'émission) excède de 200 points sa recommandation? Si tant est que l'AFM ait pu informer le jugement du témoin Booth, comme il le prétendait à l'audience, cet effet aurait dû être à la hausse, non à la baisse de 110 points de base.
28. En somme, le seul dénominateur commun aux propos du témoin Booth n'est pas la recherche d'un résultat raisonnable, comme le demande la Cour suprême du Canada, mais bien la promotion d'une vision personnelle et la défense d'une méthode unique et générique sans égard aux faits et circonstances<sup>64</sup>.
29. De plus, en tentant, comme le fait l'AQCIE-CIFQ, de faire adopter un régime de rendement générique susceptible d'affecter des entreprises assujetties non représentées en l'espèce, cet intervenant contrevient à la LRÉ et aux décisions procédurales de la Régie<sup>65</sup>.
30. Il appert plutôt de la preuve administrée à l'audience qu'un taux de rendement de 9,2 % est raisonnable dans les circonstances. Ce taux se situe à la limite inférieure des fourchettes de taux de rendement autorisés pour des groupes comparables d'entreprises réglementées canadiennes et américaines<sup>66</sup>.
31. L'utilisation d'un même taux pour les Demandeurs est fondé par le maintien de taux de capitalisation différents reflétant la différenciation du risque entre le Transporteur et le Distributeur.
32. L'approbation de ce taux de 9,2 % en conformité avec la norme du rendement raisonnable est une étape préalable essentielle à l'adoption d'un mécanisme de traitement des Écarts qui soit juste et équitable pour les Demandeurs et leurs clients, ce qui justifie la Demande conjointe et l'examen simultané de ces deux questions indissociables.
33. Avant d'aborder la preuve et les modèles d'évaluation, il convient de décrire brièvement le cadre juridique relatif à la détermination du rendement des capitaux propres.

## **B. LE CADRE JURIDIQUE RELATIF À LA DÉTERMINATION DU RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES**

34. La Régie est appelée en l'espèce à exercer ses pouvoirs d'attribution en vertu des articles 31(5<sup>e</sup>), 32, 34, 48 et 49 LRÉ.

35. En matière de tarification, la Régie a compétence exclusive pour déterminer le taux de rendement des Demandeurs<sup>67</sup>.
36. Plus particulièrement, lorsqu'elle fixe ou modifie un tarif d'électricité, la Régie doit permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification<sup>68</sup>.
37. Ce rendement doit couvrir le coût de la dette et permettre à l'entreprise réglementée d'obtenir un rendement des capitaux propres qui soit raisonnable au regard de la norme réglementaire et aux critères jurisprudentiels applicables<sup>69</sup>.
38. Dans l'exercice de cette fonction, la Régie :
5. [...] assure la conciliation entre l'intérêt public, la protection des consommateurs et un traitement équitable du transporteur d'électricité et des distributeurs. Elle favorise la satisfaction des besoins énergétiques dans une perspective de développement durable et d'équité au plan individuel comme au plan collectif.<sup>70</sup>
39. Une lecture de ces dispositions révèle les deux volets de la compétence de la Régie en cette matière, soit un pouvoir et un devoir d'ordre statutaire :

[181] En contrepartie de la position monopolistique de l'entreprise dans le territoire où elle détient un droit exclusif de distribution, le cadre légal et réglementaire attribué à l'autorité réglementaire le pouvoir et le devoir de déterminer ce qu'est, dans le cadre d'un dossier donné, un rendement raisonnable.<sup>71</sup>  
[nos soulignements]

## 1. Un pouvoir discrétionnaire

40. Le pouvoir de la Régie est de nature discrétionnaire mais doit s'exercer de manière raisonnable au regard du droit et des faits pertinents établis lors de l'instruction :

[27] Par ailleurs, dans cette même décision [D-2009-156], la Régie considérait que son devoir est de déterminer un taux de rendement raisonnable et que la méthode qu'elle utilise relève de sa discrétion. À cet égard, la Régie rappelait que les tribunaux ont reconnu la grande latitude et la discrétion des organismes de régulation dans le choix de la meilleure méthode pour fixer un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire.<sup>72</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[...] la Régie prend en considération, entre autres, les éléments suivants : le contexte financier de l'entreprise, son risque d'entreprise, le contexte économique général, les taux d'intérêt et le rendement des obligations de long terme, les méthodes d'estimation du taux de rendement présentées par les experts, le contexte réglementaire dans les juridictions voisines, et le maintien de l'intégrité financière de l'entreprise.<sup>73</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[47] La norme déferente du caractère raisonnable procède du principe à l'origine des deux normes antérieures de raisonnabilité : certaines questions soumises aux tribunaux administratifs n'appellent pas une seule solution précise, mais peuvent plutôt donner lieu à un certain nombre de conclusions raisonnables. Il est loisible au tribunal administratif d'opter pour l'une ou l'autre des différentes solutions rationnelles acceptables. La cour de révision se demande dès lors si la décision et sa justification possèdent les attributs de la raisonnabilité. Le caractère raisonnable tient principalement à la justification de la décision, à la transparence et à l'intelligibilité du processus décisionnel, ainsi qu'à l'appartenance de la décision aux issues possibles acceptables pouvant se justifier au regard des faits et du droit.<sup>74</sup>

## 2. Un devoir statutaire

41. Le devoir de la Régie est positif, continue et d'intérêt commun aux parties intéressées en l'espèce.
42. Il est positif car il s'impose à la Régie en vertu d'une disposition impérative contenue à l'article 49 LRÉ.
43. Il est continu car il ne peut être suspendu, ni délégué par l'adoption d'une formule d'ajustement automatique ou d'un automatisme, quelle que soit la méthodologie utilisée, sans que la Régie n'établisse à terme, conformément aux règles applicables, le caractère raisonnable du résultat obtenu par cette formule d'ajustement ou cette méthodologie<sup>75</sup>.
44. À ce sujet, rappelons que la formule d'ajustement est un outil, comme d'autres méthodes d'évaluation, pour fixer un taux de rendement raisonnable, un outil dont l'importance relative par rapport à ces autres méthodes est tributaire de sa capacité de satisfaire à la norme réglementaire et aux critères d'évaluation retenus pour juger d'un taux de rendement raisonnable.
45. Les débats dont les régulateurs canadiens ont été saisis concernant le maintien de formules d'ajustement automatique<sup>76</sup>, alors que d'importants changements affectaient les marchés nord-américains des capitaux, illustrent bien le caractère positif et continu de ce devoir statutaire :

[195] Le fait que la méthode fondée sur une formule d'ajustement automatique ou toute autre approche suggérée par les experts des parties devant elle puisse ou pas être contestée n'a pas une importance déterminante. C'est le résultat qui compte, comme le mentionnait d'ailleurs la Cour suprême américaine dans Hope, « *it is the result reached, not the method employed, which is controlling. [...] It is not theory, but the impact of the rate order, which counts. [...] The fact that the method employed to reach that result may contain infirmities is not then important.* » [...] <sup>77</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[38] Par ailleurs, la Régie note que l'application de la FAA pour Gazifère produirait un taux de rendement de 7,94 % alors que, par sa décision D-2013-03619, elle a accordé à Gaz Métro un taux de rendement de 8,90 %. Ce taux a été reconduit pour l'année 2014 par la décision D-2013-08520. Or, ces deux distributeurs présentent des risques analogues. Par conséquent, l'application de la FAA pour déterminer le taux de rendement de Gazifère ne permet pas de satisfaire au critère de l'investissement comparable, soit un des trois critères énoncés précédemment permettant de juger si un taux de rendement autorisé sur l'avoir propre de l'actionnaire est raisonnable.<sup>78</sup>

46. D'autres régulateurs canadiens ont jugé de façon identique, dont la Commission d'énergie de l'Ontario (**OEB**), référant à des décisions de principe canadiennes et américaines :

To be clear, the approach to be used by the Board in setting the essential elements of a formula-based rate of ROE (i.e., base ROE, formula terms and adjustment factors) will be based on *“economic theory and empirically derived from objective, data-based analysis.”* As such, it is not sufficient for a formulaic approach for determining ROE to produce a numerical result that satisfies the FRS on average, over time. The Board is of the view that each time a formulaic approach is used to calculate an allowed ROE it must generate a result that meets the FRS, as determined by the Board using its experience and informed judgment.

This principle is supported by the *Hope* decision, which states: *“Under the statutory standard of ‘just and reasonable’ it is the result reached not the method which is controlling...”*<sup>79</sup> [nos soulignements]

47. Enfin, ce devoir s'accomplit dans l'intérêt commun des Demandeurs et de leurs clients de voir à la détermination d'un rendement raisonnable pour permettre l'établissement de tarifs justes et raisonnables permettant, notamment :
- a) de livrer aux consommateurs un signal de prix approprié<sup>80</sup> et, plus généralement,
  - b) suivant la norme réglementaire établie, de préserver la capacité des Demandeurs d'attirer des capitaux additionnels suffisants à des conditions raisonnables dans des marchés financiers compétitifs<sup>81</sup>.
48. En somme, ces pouvoir et devoir statutaires de la Régie sont indissociables et s'imposent simultanément dans l'intérêt collectif.

## C. LES NORMES, CRITÈRES ET PRINCIPES D'ÉVALUATION DU RENDEMENT RAISONNABLE

### 1. La norme réglementaire et les critères d'évaluation du rendement raisonnable

49. Tel qu'évoqué précédemment, la Régie a encadré l'exercice de sa discrétion par l'adoption de la norme du rendement raisonnable, une norme réglementaire non contestée en l'espèce<sup>82</sup>, largement reconnue et appliquée<sup>83</sup>, y compris sous la dénomination du « *Fair Return Standard* »<sup>84</sup>, et définie par l'application des trois critères, soit les critères de l'intégrité financière, de l'attraction des capitaux et de l'investissement comparable.

[189] La Régie retient que les trois critères auxquels fait allusion le procureur de la demanderesse, soit les critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'attraction des capitaux, trouvent pleinement assise dans ces diverses décisions. Elle note de plus que ces critères ne sont aucunement contestés par l'ACIG agissant à titre de représentante des associations de consommateurs. Elle note, par ailleurs, que ces critères sont également reconnus et utilisés par les différents groupes d'expert témoignant devant elle. La Régie en conclut que ces critères font consensus et qu'ils peuvent servir de guide dans l'exercice de sa juridiction à l'égard de la fixation d'un taux de rendement raisonnable.<sup>85</sup> [nos soulignements]

50. Si l'emploi du mot « guide » laisse place à l'appréciation des faits, la violation de l'un ou de plusieurs de ces critères doit faire conclure à l'existence d'un taux de rendement déraisonnable.

The Board is of the view that the FRS frames the discretion of a regulator, by setting out three requirements that must be satisfied by the cost of capital determinations of the tribunal. Meeting the standard is not optional. it is a legal requirement. As set out by Enbridge in their final comments, the Supreme Court of Canada has "described this requirement that approved rates must produce a fair return as an 'absolute' obligation." Notwithstanding this mandatory obligation, the Board notes that the FRS is sufficiently broad that the regulator that applies it must still use informed judgment and apply its discretion in the determination of a rate regulated entity's cost of capital.<sup>86</sup> [nos soulignements]

51. Ces trois critères trouvent fondement dans des décisions de principe des Cours suprêmes du Canada<sup>87</sup> et des États-Unis<sup>88</sup> et leur l'application n'est pas contestée par les parties à l'instance. Ces critères se définissent en ces termes<sup>89</sup> :

- a) Le critère de l'investissement comparable : Pour être raisonnable, un taux doit accorder à l'investisseur un rendement comparable au rendement que rapporterait le capital investi dans une entreprise présentant un risque similaire.



- b) Le critère de l'intégrité financière : Pour être raisonnable, un taux doit permettre au distributeur de préserver son intégrité financière.
  - c) Le critère de l'attraction de capitaux : Pour être raisonnable, un taux doit permettre à l'entreprise réglementée de maintenir et d'assurer sa capacité d'attirer un capital suffisant à des conditions raisonnables pour assurer la fourniture d'un service d'utilité publique adéquat, y compris par des immobilisations nécessitant un apport important en capital.
52. Il importe d'ajouter que ces trois critères doivent être rencontrés individuellement pour qu'un rendement puisse être jugé raisonnable, chacun étant distinct et non subordonné à l'autre<sup>90</sup>.

Third, all three standards or requirements (comparable investment, financial integrity and capital attraction) must be met and none ranks in priority to the others. The Board agrees with the comments made to the effect that the cost of capital must satisfy all three requirements which can be measured through specific tests and that focusing on meeting the financial integrity and capital attraction tests without giving adequate consideration to comparability test is not sufficient to meet the FRS.<sup>91</sup> [nos soulignements]

53. Quant au critère de l'investissement comparable, il trouve application en comparant les profils d'entreprises ou groupes d'entreprises réglementées qui n'ont pas à être en tout point identiques mais plutôt analogues ou similaires compte tenu de l'usage du terme « *like* » ou « *corresponding* » dans les décisions fondatrices des tribunaux.

First, « *like* » does not mean « the same ». The comparable investment standard requires empirical analysis to determine the similarities and differences between rate-regulated entities. It does not require that those entities be « the same ».<sup>92</sup>

54. En somme, parce qu'ils sont connus, définis, acceptés et d'application générale à l'échelle nord-américaine, la norme du rendement raisonnable et les critères qui la définissent assurent la cohérence, la prévisibilité et la transparence dans la détermination d'un rendement raisonnable.

## 2. Des principes d'évaluation du rendement raisonnable

55. Outre ces norme et critères, il appert de la jurisprudence et de la preuve administrée à l'audience que certains principes, facteurs et réalités ont également guidé les régulateurs dans l'exercice de leur compétence pour déterminer un rendement raisonnable. De l'avis des Demandeurs, les guides suivants sont particulièrement pertinents en l'espèce :

- a) L'indépendance de l'entreprise réglementée<sup>93</sup> (« *stand alone* »), un principe reconnu<sup>94</sup> dont l'application permet d'établir, sans égard à la propriété<sup>95</sup> un taux de rendement raisonnable en fonction uniquement des caractéristiques et activités réglementées propres à l'entreprise assujettie :

La Régie est d'avis que le taux de rendement accordé au Distributeur doit lui permettre d'assurer et de maintenir sa capacité d'attirer les fonds à des conditions raisonnables, comme s'il était une entreprise indépendante. Selon ce principe, le taux de rendement doit être équivalent à ceux qui sont offerts par les titres comparables en termes de risques.<sup>96</sup> [nos soulignements]

- b) Le principe fondamental de coût d'opportunité lié à l'examen des attentes raisonnables de l'investisseur, de façon prospective, dans un marché intégré des capitaux :

L'établissement du taux de rendement sur l'avoir propre d'une entreprise réglementée doit, selon la Régie, reposer sur le principe fondamental du coût d'opportunité. Les deux groupes d'experts soulignent à cet égard le lien direct entre le coût d'opportunité et le rendement raisonnable des capitaux propres.<sup>97</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

Compte tenu du choix de retenir le principe fondamental de coût d'opportunité dans l'établissement du coût juste et raisonnable des capitaux propres du Distributeur, de la nécessité d'octroyer un tel coût sur [une] base présumée qui puisse permettre au Distributeur d'assurer et de maintenir sa capacité d'attirer les fonds à des conditions raisonnables, [...] <sup>98</sup> [nos soulignements]

- c) La reconnaissance qu'aucune méthode n'est déterminante en soi, ni ne peut à elle seule représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques ou financiers en raison de ses lacunes ou limitations<sup>99</sup> :

Bien que pour fixer le taux de rendement à accorder aux actionnaires d'une société réglementée, il est utile de s'appuyer sur les résultats d'un large éventail de tests ou de méthodes, étant donné qu'aucune méthode n'offre une formule infallible pour déterminer le rendement recherché, le poids à accorder à chacune d'entre elles doit varier en fonction de leurs caractéristiques propres et leur pertinence face à l'objectif recherché.<sup>100</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[290] Cependant, il est aussi admis par tous les experts qu'aucun modèle ne peut, à lui seul, représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers. En conséquence, la Régie juge nécessaire de prendre en considération les résultats produits par les autres modèles présentés par les experts.<sup>101</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[243] Cependant, il est aussi admis par tous les experts qu'aucun modèle ne peut, à lui seul, représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers. En conséquence, la Régie juge nécessaire de prendre en considération les résultats produits par le modèle AFM, malgré les faiblesses mentionnées plus haut.<sup>102</sup> [nos soulignements]

- d) La pertinence et la prudence d'utiliser des données fiables sur la plus longue période, en accordant un certain poids aux données pour des périodes plus courtes afin de tenir compte de changements récents sur le marché des capitaux.

Par ailleurs, la Régie est d'avis que l'utilisation de la plus longue période disponible, à partir de laquelle des données fiables existent, doit être privilégiée comme référentiel afin d'incorporer le plus grand nombre de cycles économiques et de minimiser l'aspect subjectif du choix de sous-périodes comprises à l'intérieur de ce référentiel. Toutefois, afin de tenir compte des changements survenus sur les marchés des capitaux au Canada, il est pertinent et prudent pour la Régie d'accorder un certain poids aux données portant sur des périodes plus courtes dans son appréciation de la prime de risque du marché espérée.<sup>103</sup> [nos soulignements]

- e) La non pertinence de la capacité de payer des usagers pour déterminer ce que constitue un rendement raisonnable sur la base de tarification.

[193] La Régie en conclut que la capacité de payer des usagers n'intervient pas dans sa décision sur le quantum de ce que constitue un rendement raisonnable pour l'actionnaire. Elle rappelle également, qu'en vertu de l'article 51 de la Loi, le tarif fixé ne peut prévoir des taux plus élevés que ceux requis pour permettre l'atteinte de ce rendement raisonnable, ce qui assure adéquatement, selon elle, la protection des intérêts des consommateurs.<sup>104</sup>

- f) La réalité de l'intégration des marchés canadien et américain des capitaux et la pertinence d'une reconnaissance et d'une pondération accrues de données et d'études représentatives relatives à des entreprises ou groupes d'entreprises réglementées américaines<sup>105</sup> :

De plus, la Régie pondère les cinq méthodes soumises par SCGM pour estimer la prime de risque du marché avec des facteurs de 80 % pour les études canadiennes et 20 % pour les études américaines. Cette pondération résulte en une prime de risque du marché de 6,44 %.<sup>106</sup> [nos soulignements et gras]

\* \* \* \* \*

Dans le présent dossier et à la suite de l'analyse de la preuve, la Régie retient comme juste et raisonnable une pondération de 60/40 des études canadiennes et américaines aux fins de la détermination de la prime de risque du marché. La Régie révisé

donc le taux de la prime de risque du marché de SCGaz Métro à 6,5 % pour l'année 1998-1999.<sup>107</sup> [nos soulignements et gras]

\* \* \* \* \*

[249] En ce qui a trait à la pondération des données canadiennes et américaines à utiliser dans l'estimation de la prime de risque du marché, la Régie, dans sa décision D-99-150, établissait un poids de 60 % pour les données canadiennes et 40 % pour les données américaines. Sur la base de la preuve au présent dossier, la Régie choisit de baser son estimation de la prime de risque du marché en utilisant des proportions égales des données canadiennes et américaines. Elle considère que l'ouverture des marchés offre aux investisseurs diverses options d'investissement qu'il est nécessaire de refléter dans l'établissement d'un taux de rendement raisonnable. Elle justifie également une plus grande prise en compte des données américaines par l'intégration de plus en plus poussée des deux économies.<sup>108</sup> [nos soulignements et gras]

\* \* \* \* \*

[181] Comme plage supérieure de la prime de risque du marché basée sur des données historiques, je retiens, comme mes collègues, une valeur de 5,75 % basée sur les données historiques au Canada et aux États-Unis, bien qu'il soit également plausible de retenir une valeur de 6,0 % calculée uniquement à partir des données historiques américaines. Une telle valeur peut se justifier par le degré élevé d'intégration des économies canadienne et américaine et la très grande mobilité des capitaux.<sup>109</sup> [nos soulignements]

56. Ainsi, en moins de 10 ans, la Régie n'aura pas hésité à majorer de 20 à 50% le poids relatif accordé aux données de sources américaines afin de refléter l'importance du marché américain des capitaux et l'intégration continue des marchés financiers à l'échelle nord-américaine.
57. Rien dans ces précédents n'empêche une pondération accrue des données de sources américaines et la preuve dont la Régie est saisie, plus particulièrement la preuve de Concentric relative au groupe de référence américain, appuie une pondération accrue dans les circonstances.
58. Rien dans la preuve des intervenants ne remet en cause le bien-fondé de cette pondération à parts égales, ni ne s'oppose en théorie à une pondération excédant 50 %.
59. De même, il n'existe aucune base rationnelle pour limiter l'usage de données de sources américaines à la seule détermination d'une prime de risque du marché. Au contraire, la preuve fait voir une grande corrélation entre les économies canadiennes et américaines pour ce qui est des indicateurs importants comme la croissance du PIB, les prix à la consommation, les taux d'intérêts, les rendements des marchés en général et les rendements aux investisseurs dans les entreprises de services publics<sup>110</sup>.

60. Rationnellement, ces données de sources américaines peuvent servir tant à la détermination du risque relatif, tel le bêta et les taux de croissance de bénéfices requis aux fins de l'application de l'AFM, que les ratios de mesure du crédit (« *credit metrics* »).
61. La Régie jugera également utile de consulter certains précédents canadiens :

"[...] A fair return on capital should, among other things, be comparable to the return available from the application of the invested capital to other enterprises of like risk and permit incremental capital to be attracted to the regulated company on reasonable terms and conditions. TQM needs to compete for capital in the global market place. The Board has to ensure that TQM is allowed a return that enables TQM to do so. ... As a result, the Board is of the view that pipeline companies operating in the U.S. have the potential to act as a useful proxy for the investment opportunities available in the global market place." (TQM Decision, pp. 66-67)

[...]

As for the US data, the Commission Panel agrees with the NEB and AUC that utilities in Canada need to compete for capital in the global market place, and regulatory agencies in Canada have to ensure that utilities subject to their jurisdiction are allowed a return that enables them to do so.

In addition, the Commission Panel continues to be prepared to accept the use of historical and forecast data of US utilities when applied: as a check to Canadian data, as a substitute for Canadian data when Canadian data do not exist in significant quantity or quality, or as a supplement to Canadian data when Canadian data gives unreliable results. Given the paucity of relevant Canadian data, the Commission Panel considers that natural gas distribution companies operating in the US have the potential to act as a useful proxy in determining TGI's capital structure, ROE, and credit metrics.<sup>111</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[...] there was a general presumption held by participants representing ratepayer groups in the consultation that Canadian and U.S. utilities are not comparators, due to differences in the "time value of money, the risk value of money and the tax value of money." In other words, because of these differences, Canadian and U.S. utilities cannot be comparators. The Board disagrees and is of the view that they are indeed comparable, and that only an analytical framework in which to apply judgment and a system of weighting are needed. The analyses of Concentric Energy Advisors and Kathy McShane of Foster Associates Inc. are particularly relevant in this regard, and substantially advance the issue of establishing comparability to meet the requirements of the FRS. Further, the Board notes that in the consultation session on October 6, 2009, **Dr. Booth stated that it is "absolutely possible" to form a sample from**

**a risky universe that is low risk and compare it to the universe or the population of Canadian utilities. All participants agreed.**<sup>112</sup> [nos soulignements et gras]

62. La preuve de Concentric quant à l'usage des données et de groupes de référence d'origine américaine est contemporaine et probante à cet effet<sup>113</sup>.
63. Nous verrons aux sections II-E et II-F de l'Argumentation qu'une lecture comparative des principes directeurs établis par la Régie et d'autres régulateurs et des positions de l'expert de l'AQCIE-CIFQ démontre qu'il n'agit pas dans le respect de ces critères et principes d'évaluation, ou en cherche une interprétation qui témoigne de réticences à leur application.

#### **D. LES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE**

64. Il convient maintenant d'identifier les différentes méthodes d'évaluation considérées par la Régie et d'autres régulateurs canadiens, de les appliquer et d'en interpréter les résultats pour ensuite déterminer un taux de rendement raisonnable.

##### **1. Les méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains**

65. L'étude des décisions de régulateurs canadiens et américains concernant la détermination d'un rendement raisonnable des capitaux propres confirme l'utilisation prépondérante de modèles analytiques et empiriques établis dans les milieux financiers réglementaires, en particulier :

- a) le modèle AFM ou « DCF » pour « *Discounted Cash Flow* », et ses variantes à taux de croissance constante (« *constant growth* »), à taux de croissance soutenable (« *sustainable growth* ») et à taux de croissance multiple (« *multi-stage* »)<sup>114</sup>;
- b) le modèle MÉAF ou « CAPM » pour « *Capital Asset Pricing Model* »<sup>115</sup>.

66. Essentiellement, ces modèles cherchent à quantifier les attentes raisonnables d'investisseurs informés en matière de rendement des capitaux propres :

As a general proposition, the key consideration in determining the cost of equity is to ensure that the methodologies employed reasonably reflect investors' views of the financial market in general and the subject company (in the context of the proxy group) in particulars.<sup>116</sup>

67. L'utilisation de ces modèles nécessite la collecte de données de marché pour le développement d'estimations utiles sur une base prospective<sup>117</sup>.
68. Ces données, qu'il s'agisse de taux d'intérêts, de rendement sur obligations, de taux de croissance de dividendes ou de bêtas, et les estimés qui en sont en partie tributaires proviennent de sources multiples d'âge variable et d'origine canadienne et américaine.

Elles sont utiles en ce qu'elles sont accessibles commercialement aux investisseurs et pertinentes à la définition de leurs attentes en matière de rendement raisonnable<sup>118</sup>.

69. En cela, ces données n'ont pas pour finalité le calcul mathématique d'un taux de rendement précis, mais plutôt l'évaluation d'une fourchette de rendements raisonnables.
70. Depuis nombres d'années, l'AFM et ses variantes sont utilisés largement et de façon prépondérantes par les régulateurs américains<sup>119</sup>.
71. Au Canada, un nombre croissant de régulateurs, y compris la Régie<sup>120</sup>, l'Office national de l'énergie (**ONÉ**)<sup>121</sup>, l'OEB<sup>122</sup> et la British Columbia Utilities Commission (**BCUC**)<sup>123</sup> tiennent compte des résultats de l'application de l'AFM dans la détermination d'un rendement raisonnable sur les capitaux propres, plus particulièrement depuis 2008.
72. En cela, les affirmations de l'AQCIE-CIFQ que « *currently, the CAPM is overwhelmingly the most important model used by a company in estimating their cost of equity* »<sup>124</sup>, ou encore que le MÉAF « *is the most common way of estimating the fair way to return* »<sup>125</sup> sont de nature à induire en erreur. Cette position n'est pas soutenue par la preuve dont la Régie est saisie<sup>126</sup>. L'intervenant s'appuie sur une publication datée de 2001<sup>127</sup>, et sur l'inférence qu'en l'absence d'une publication contraire ou récente, rien n'aurait changé en douze ans<sup>128</sup>. Ce type de syllogisme est sans valeur probante.
73. Dans sa plus récente décision, l'ONÉ résume sa position sur le sujet en ces termes :

Historically, the Board has not relied on the DCF model to estimate cost of capital, primarily due to the perceived difficulty in accurately estimating growth rates. We note that the recent financial market turmoil generates utility betas lower than their historical average and evidence from both expert witnesses notes that DCF results, in the current environment, were yielding cost of equity estimates higher than those resulting from the CAPM. In the current circumstances, we are of the view it is appropriate to give weight to the multi-stage DCF results in this proceeding. Further, we note that growth rates for relatively stable industry such as utilities are more reliable, which somewhat mitigates concerns about the reliability of analysts' forecasts. [...]

Both the CAPM and DCF models, in our view, have some shortcomings and some advantages in their application. We believe that giving weight to both models in this case provided a more accurate estimate of the Mainline's cost of capital than would have been provided by the application of either model on its own. We are of the view that by giving weight to both models, the effects of beta decoupling and interest rate sensitivity inherent in the CAPM should be largely accounted for. Further, concerns about the analyst-estimated growth rates used in the DCF model are counterbalanced by lower CAPM results.<sup>129</sup> [nos soulignements]

74. De l'avis de Concentric, la Régie est fondée, dans l'environnement actuel, de reconnaître un poids supérieur aux résultats de l'AFM produits à partir de données relatives aux groupes de référence retenus par ces experts.

75. Une telle approche est compatible avec les décisions antérieures de la Régie, y compris ses constats et conclusions concernant la pondération accrue de données américaines, l'importance d'avoir recours à plusieurs modèles d'évaluation, les limitations inhérentes au MÉAF dans le contexte actuel et l'accessibilité nouvelle depuis 2012 à « *The Consensus Growth Rate Forecast* » de SNL Financial et à Thompson First publiés pour des sociétés réglementées canadiennes<sup>130</sup>.

## 2. Les méthodes retenues par la Régie

76. Au fil des ans et de son appréciation des attributs et des lacunes de différentes méthodes<sup>131</sup>, la Régie a retenu le MÉAF comme « méthode de base »<sup>132</sup>, comme « guide »<sup>133</sup>, en reconnaissant la nécessité d'en corriger ou compléter l'utilisation :
- a) en apportant à certains intrants du MÉAF (prime de risque du marché et taux sans risque), ou au résultat de son application, des ajustements nécessaires pour<sup>134</sup> :
    - i) tenir compte du risque global spécifique d'une entreprise assujettie par rapport au risque du distributeur repère<sup>135</sup>;
    - ii) refléter des conditions de marché non ou peu susceptibles d'être captées adéquatement par le MÉAF, telles que les variations d'écart de rendement des obligations corporatives de sociétés réglementées de cote A par rapport au rendement des obligations gouvernementales de même durée<sup>136</sup>. Cet ajustement a d'abord été désigné sous le terme générique des « effets de la crise » de 2008;
    - iii) pallier les difficultés d'application du MÉAF lorsque l'exercice tarifaire intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative de leur taux moyen de longue période<sup>137</sup>;
  - b) en considérant le résultat de méthodes d'évaluation additionnelles, notamment l'AFM pour compléter son appréciation d'un taux de rendement raisonnable<sup>138</sup>.
77. Ces ajustements au MÉAF requis par la Régie rappellent les propos de la BCUC qui qualifiait le résultat du MÉAF proposé par des experts, tel le témoin Booth, de « *bare-bones CAPM estimate* »<sup>139</sup>.
78. En fait, l'analyse de l'ensemble des décisions récentes des régulateurs canadiens fait conclure que le « *bare-bones* » MÉAF proposé par le témoin Booth mène, en toutes circonstances, au calcul des taux de rendement les plus faibles, des taux qui n'ont jamais été retenus par les régulateurs, y compris par la Régie<sup>140</sup>.



## **E. LA MÉTHODE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MÉAF) ET SES AJUSTEMENTS**

### **1. Le taux sans risque**

#### **a) La preuve de Concentric**

79. En raison de taux obligataires historiquement bas<sup>141</sup> et de leur hausse appréhendée à plus long terme<sup>142</sup>, Concentric s'est fondée sur le taux moyen des obligations de 10 ans projeté par Consensus Forecasts pour la période 2013 à 2018 afin d'établir un taux sans risque de 4,23 % :

#### **Risk Free Rate<sup>143</sup>**

<b>30-Year Risk Free Yield</b>	<b>CDN\$</b>
October 2012 Consensus Forecasts Average 2013-2018 Forecasts	3.62%
Average Daily Spread between 10- year and 30-year government bonds (February 2013)	0.61%
<b>Average</b>	<b>4.23%</b>

80. Cette approche prospective à plus long terme est dictée par la réalité des taux actuels et des politiques monétaires en phase d'assouplissement progressif<sup>144</sup>. Elle a été précisée à l'audience<sup>145</sup> et fait le lien avec l'ajustement au taux sans risque proposé par le témoin Booth, par le biais de l'*Operation Twist*<sup>146</sup>.
81. Ce faisant, Concentric intègre et rend inutile tout ajustement postérieur autrement requis pour pallier aux difficultés du MÉAF lorsqu'utilisé durant une période, comme en l'instance, où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative de leur taux moyen de longue durée.

Similarly, the Régie has recognized that the CAPM has to be adjusted when the risk-free rate is significantly below its historical average. In one case, it adjusted the final CAPM determination by 40 basis points and in another case adjusted the CAPM determination by a range of 25 to 50 basis points. In addition, Dr Booth, in his Intragaz evidence, refers to an 80 basis point adjustment that he justifies by reference to the effects of "Operation Twist". However, as explained above, the risk-free rate Concentric has used in the CAPM analysis in this testimony relies on the 2013 through 2018 forecast yield for the Canadian long government bond, which reflects the current market reality that near-term bond yields are at all-time lows, and that investors factor higher interest rate levels into their longer-term expectations. As such, there is no need for a specific adjustment for the low level of the risk-free rate, other than the adjustment for the "Results of Other Models" that Concentric has utilized.<sup>147</sup>  
[références infrapaginales omises]

82. Ajoutons, comme l'a fait le témoin Coyne à l'audience<sup>148</sup>, que la hausse de taux anticipée par Consensus Forecasts au printemps 2013 s'est depuis confirmée, et que le taux moyen des obligations de 10 ans, établi à 3,62 % aux fins de l'expertise de Concentric, est aujourd'hui de 4,52 %, soit une majoration de 90 points haussant significativement le taux sans risque établi sur cette base<sup>149</sup>.
83. De plus, l'utilisation d'une moyenne des taux obligataires projetés sur une période de cinq ans par une source indépendante aussi réputée que Consensus Forecasts pour juger des attentes raisonnables d'investisseurs est de loin supérieure à l'utilisation d'un seul taux obligataire déterminé par une seule institution financière choisie sans critère particulier, ou encore à l'ajout discrétionnaire de 35 points de base, un ajustement relevant de l'opinion de son auteur quant au taux « d'équilibre » (« *equilibrium long Canada Bond yield* »<sup>150</sup>) du marché obligataire.

### b) La preuve d'intervenants

84. Un seul intervenant s'est prononcé à ce sujet, en l'occurrence l'AQCIE-CIFQ.
85. Son témoin Booth<sup>151</sup> propose un taux sans risque de 3,6 % pour 2014 sur la base des prévisions de la Banque Royale du Canada :

For 2014 RBC's average yield forecast is 3.6% and I take this as the base for my risk premium models.<sup>152</sup>

86. Ce taux de base doit cependant être majoré de 35 points, selon ce témoin, en raison du niveau historiquement bas des taux obligataires de longue durée prévalant à l'heure actuelle et de politiques monétaires des législateurs et de banques centrales<sup>153</sup>.
87. Un tel ajustement fait désormais partie intégrante de son « *Conditional CAPM* »<sup>154</sup> ou MÉAF conditionnel proposé au Québec<sup>155</sup>, en Colombie-Britannique<sup>156</sup>, en Alberta<sup>157</sup> et à Terre-Neuve<sup>158</sup>.
88. Cet ajustement libellé par référence à l'« *Operation Twist* » et servant à fixer un « *Base Adjusted LTC Forecast* » est lié directement au taux sans risque requis aux fins du MÉAF, non pas au résultat de l'application de l'AFM ou d'autres modèles d'évaluation.
89. Pour preuve, il suffira :

- a) de relire le témoignage du témoin Booth :

With the current 3.60% forecast long Canada yield, the addition of my 0.35% Operation Twist adjustment means an effective long Canada yield, absent Twist, of 3.95% or a 0.15% increase over my forecast for Intragaz.<sup>159</sup> [nos soulèvements]

- b) de citer les décisions de régulateurs discutant de sa preuve :

Dr. Booth states that he regards any long-term Government of Canada bond yield below 3.8% as indicating abnormal capital market conditions and not reflective of a risk verses return trade off by ordinary investors. He explains that the forecast low long-term bond yield reflects the actions of global policy makers and

central banks and should not directly influence the fair rate of return for Newfoundland Power. Dr. Booth adjusts the long-term Canada bond yield upward by 80 basis points which he estimates is the approximate impact of the United States Operation Twist on the Canadian bond market.<sup>160</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

Dr. Booth submitted that 3.0 percent was the forecasted yield on long-term Government of Canada Bonds but he considers forecast long Canada bond yields of 3.0 percent to be "well below any 'equilibrium' yield since they are only 1% above the forecast inflation rate and mean locking in a negative real yield for a typical taxable investor." (Exhibit C6-12, p. 60) Dr. Booth testified in cross-examination that:

" ... we do have foreign official flows of money coming into Canada because we are a triple A rate country and they are basically buying Canadian government bonds, pushing up prices, pushing down yields, and pushing them down to a value that I do not think reflects the proper trade-off between risk and return by "an ordinary private investor" making these decisions." (T8:1516)

Accordingly, Dr. Booth adds 0.8 percent to the 3 percent to recognize the alternative, and to arrive at his "Base adjusted LTC forecast" of 3.8 percent. (Exhibit C6-12, pp. 84-85, 93; Exhibit C6-15, BCUC 1.30.3).<sup>161</sup> [nos soulignements]

- c) de rappeler que le taux obligataire sans risque « plancher » (« *floor* »<sup>162</sup> ou « *minimum long Canada bond yield forecast* »<sup>163</sup>) proposé par le témoin Booth aux fins de l'application de sa formule d'ajustement automatique est calculé sur la base de l'ajustement pour l'« *Operation Twist* » :

As indicated in my direct ROE testimony at the time of my Intragaz testimony I was using a floor of 3.80% for the long Canada bond yield forecast comprising the actual forecast of 3.0% plus my 0.80% Operation Twist adjustment. Now the forecast long Canada bond yield has increased to 3.60% and my Operation Twist adjustment has dropped to 0.35%. However, the actual level of the Twist adjustment is imprecise as through most of September 2013 the adjustment has been about 0.20%, which again would result in an adjusted long Canada yield forecast of 3.80%. However to be consistent I will use an adjusted long Canada yield forecast of 3.95% as the floor, I would recommend the following as an enhanced NEB formula for the ROE.<sup>164</sup> [nos soulignements]

90. La tentative du témoin Booth de présenter l'ajustement de 35 points au titre de l'« *Operation Twist* » comme le résultat de l'application de l'AFM est incompatible avec sa preuve écrite et l'usage qu'il fait de cet ajustement pour hausser le taux sans risque ou modifier sa propre formule d'ajustement automatique.

91. En fait, le témoin Booth tentait en audience d'occulter une critique de son approche trop rigide.

## **2. La prime de risque du marché ou ( $R_m - R_f$ )**

92. Le MÉAF requiert l'évaluation d'une prime de risque du marché pour fixer la prime de risque de l'entreprise réglementée. Cette prime s'établit sur la base de moyennes historiques des rendements observés durant une période donnée pour un portefeuille de titres diversifiés sur les marchés canadiens et américains, et devrait tenir compte de données prévisionnelles accessibles et utiles à l'investisseur lors de la détermination de son coût d'opportunité pour année témoin<sup>165</sup>.

93. Conceptuellement, l'évaluation de la prime de risque du marché est donc nécessairement d'ordre prospectif.

94. Concernant le choix de données historiques, la Régie s'est dite sensible au fait que « *la moyenne calculée peut différer sensiblement selon l'année de départ et de fin de la série de données retenues* »<sup>166</sup> d'où :

a) la « *pertinence* » et la « *prudence* » de tenir compte des changements survenus sur les marchés des capitaux et « *d'accorder un certain poids aux données portant sur des périodes plus courtes dans son appréciation de la prime de risque du marché espérée* »<sup>167</sup>;

b) le recours à une pondération des données canadiennes et américaines, reconnaissant ainsi la forte intégration des économies canadienne et américaine, la diversité et la dominance du marché américain des capitaux et les limites à la disponibilité et la fiabilité de données historiques de sociétés réglementées canadiennes<sup>168</sup>;

c) la nécessité d'utiliser des moyennes arithmétiques des données pertinentes et de rejeter toute utilisation de moyennes géométriques<sup>169</sup>.

### **a) La preuve de Concentric**

95. L'évaluation de la prime de risque du marché proposée par Concentric tient compte de l'ensemble des facteurs énumérés précédemment, y compris une pondération égale et une moyenne arithmétique des données de sources canadiennes et américaines<sup>170</sup>.

96. Au terme de leur analyse, les experts de Concentric proposent une prime de risque du marché de 6,67 % provenant de moyennes historiques canadiennes (5,38 %) et américaines (6,60 %) et de données prospectives de rendement établies à partir du modèle AFM pour les marchés canadiens (6,14 %) et américains (8,55 %), tel qu'il appert du tableau synthèse reproduit ci-dessous :

### Market Risk Premium Values<sup>171</sup>

	Canadian MRP	U.S. MRP
Historical MRP	5.38%	6.60%
Forward-looking MRP	6.14%	8.55%
Average	6.67%	

97. L'approche de Concentric reflète également les attentes prospectives raisonnables des investisseurs pour un rendement supérieur lorsque les conditions de marché le justifient, y compris en période économique où tous concluent à l'existence d'importants écarts de rendement des obligations corporatives de sociétés règlementées par rapport aux rendements des obligations gouvernementales de même durée<sup>172</sup>.
98. Ainsi, l'ajustement à la prime de risque du marché reconnu par la Régie en raison de ces variations d'écarts de crédit hors normes est capté par la méthodologie et intégré aux données proposées par Concentric puisqu'elles s'appuient sur des estimations prospectives tenant compte de ces variations. Aucun ajustement additionnel ou postérieur à la prime de risque du marché n'est donc requis :

[...] While Concentric's recommended MRP of 6.67 percent is higher, it is important to note that it does not require an adjustment for "Excess Credit Spreads" since we rely, in part, on forward-looking estimates that account for the higher credit spreads. Also, Concentric has given equal weight to the Canadian and U.S. MRP, consistent with the Régie's approach in recent Decisions.<sup>173</sup> [nos soulignements]

99. Sans surprise, il en résulte que la prime de risque du marché établie par Concentric et celles retenues par la Régie dans le cadre d'instances antérieures se situent à l'intérieur d'une fourchette relativement comparable, eu égard au passage du temps.

Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2009, incorporant les variations d'écarts de crédit	[6,0 % – 6,75 %] <sup>174</sup>
Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2010 incorporant les variations d'écarts de crédit	[6,0 % – 6,75 %] <sup>175</sup>
Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2011 incorporant les variations d'écarts de crédit	[6,0 % – 6,42 %] <sup>176</sup>
Prime de risque du marché ajustée par la Régie en 2013 incorporant les variations d'écarts de crédit	[6,3 % – 6,42 %] <sup>177</sup>

100. Il peut être utile de rappeler l'origine de cet ajustement pour refléter les variations d'écarts de crédit.
101. Lors de l'exercice tarifaire tenu en 2009, la Régie avait jugé raisonnable de hausser la prime de risque du marché de 50 à 100 points de base pour tenir compte des effets de la crise financière de 2008 mesurés par référence aux variations d'écarts de crédit courants.

102. Ce faisant, elle retenait réellement une prime de risque du marché de l'ordre de 6,0 % à 6,75 %, mais procédait par voie d'un ajustement séparé, donc après multiplication de cet ajustement de 50 à 100 points par les bornes inférieure et supérieure de la fourchette des bêtas retenus, soit  $(\beta_{\min}) 0,5 \times 50 \text{ points} = 25 \text{ points}$  et  $(\beta_{\max}) 0,55 \times 100 \text{ points} = 55 \text{ points}$ <sup>178</sup> :

[257] [...] La crise soulève un nouvel enjeu, dans la mesure où les écarts entre le rendement des obligations des sociétés réglementées ou de celles cotées « A » et le rendement des obligations gouvernementales ont atteint des niveaux beaucoup plus élevés que par le passé, du moins pour une brève période au plus fort de la crise. [...]

[262] Compte tenu de la preuve au dossier, notamment quant à l'ampleur de la crise financière, au degré d'incertitude qui prévaut toujours sur les marchés et à l'objectif de maintenir un accès au marché à des conditions raisonnables, la Régie juge qu'il y a lieu d'octroyer, dans les circonstances du présent dossier, un ajustement pour tenir compte des effets de la crise.

[263] Par conséquent, la Régie établit, pour tenir compte de l'effet de la crise financière, une majoration de la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 0,50 % à 1,00 %. Cet ajustement sera pris en compte dans l'établissement du taux de rendement de Gaz Métro pour les années tarifaires 2010 et 2011. [nos soulèvements]

103. La Régie a depuis maintenu cette approche à l'égard des variations d'écarts de crédit courants.
104. En novembre 2010, dans le cadre du dossier R-3724-2010 (Gazifère) la Régie confirmait la nécessité d'un ajustement lié aux variations d'écarts de crédit courants alors observées et haussait de nouveau les bornes inférieure et supérieure de sa fourchette de primes de risque du marché de 50 à 100 points de base. Elle procédait ensuite à un ajustement séparé de la prime de risque de 25 à 55 points de base, après multiplication par les bornes inférieure et supérieure de la fourchette des bêtas (0,50 à 0,55)<sup>179</sup>.
105. De son côté, le régisseur Carrier, dans une opinion minoritaire, se disait en accord avec le bien-fondé d'un tel ajustement et l'évaluait entre 60 à 110 points de base, pour une prime de risque du marché variant de 6,10 % à 6,85 % et un ajustement séparé à la prime de risque, après multiplication par les bornes inférieure et supérieure de bêta, de l'ordre de 30 à 60 points de base. Les décisions subséquentes de la Régie dans les dossiers Gaz Métro<sup>180</sup> et Intragaz<sup>181</sup> sont au même effet.

#### **b) La preuve d'intervenants**

106. Selon l'expert de l'AQCIE-CIFQ, la prime de risque du marché oscille entre 5,0 % et 6,0 %<sup>182</sup>. En l'instance, elle est établie à 5,50 %<sup>183</sup>.
107. Bien que cette prime soit appelée à varier continuellement au gré des conditions des marchés financiers, s'agissant selon le témoin Booth d'un « *forecast of market's future*

*requirements* »<sup>184</sup>, la recommandation de ce témoin est invariable à l'examen de ses témoignages antérieurs<sup>185</sup>, à l'instar d'autres variables de son MÉAF<sup>186</sup>, en dépit des changements considérables dans l'analyse macroéconomique et financière incluse à son rapport<sup>187</sup>.

108. Cette recommandation prendrait pour principale hypothèse l'existence d'un écart historique de 1,0 % entre la prime de risque du marché canadien (5 %<sup>188</sup>) et celle du marché américain (6,0 %<sup>189</sup>).
109. Or, cet écart de 1,0 % appuyé à l'origine et depuis des années sur un sondage effectué par le professeur Fernandez en 2008, toujours cité en l'instance par le témoin Booth<sup>190</sup>, ne résiste plus à l'analyse des données plus récentes publiées par ce même professeur Fernandez ou encore par les données du TD Economics aussi évoquées par le témoin Booth au soutien de ses prétentions.
110. En effet, les sondages récents (2013) du professeur de Fernandez rapportent un écart de prime de risque des marchés canadien et américain de 0,2 % ou 0,3 %<sup>191</sup>, alors que l'analyse de TC Economics ne révèle aucun différentiel<sup>192</sup>. Cette réduction est pleinement cohérente avec la preuve non contestée d'une intégration continue des marchés financiers et des changements à l'environnement réglementaire dont témoignent Moody's<sup>193</sup> et Concentric<sup>194</sup>.
111. Par ailleurs, il importe de noter, comme le soulignait le témoin Coyne à l'audience<sup>195</sup>, que l'ajustement à la prime de risque du marché proposé par le témoin Booth pour refléter les variations hors normes des écarts de crédit comble en partie l'écart apparent entre les recommandations de ces deux témoins pour l'année 2014.
112. En effet, l'ajustement de 30 points pour écarts de crédit<sup>196</sup> correspond à une majoration de 0,55 % à 0,67 %, selon le bêta retenu<sup>197</sup>, ou de 60 points pour un beta de 0,50, et a pour effet de réduire de 117 à 57 points l'écart entre la recommandation de ces experts, soit une prime de risque effective de 6,10 %<sup>198</sup> pour le témoin Booth.
113. En plus de pouvoir référer à ses propres décisions concernant le lien direct existant entre cet ajustement et la prime de risque du marché<sup>199</sup>, la Régie jugera utile de référer aux passages pertinents des décisions récentes du Newfoundland and Labrador Board of Commissioners of Public Utilities (**NL BCPU**) et de la British Columbia Utilities Commission (**BCUC**) quant au sens à donner à l'ajustement proposé par le témoin Booth :

The experts recommend a range of market risk premiums of 5.5% to 8.0% for the capital asset pricing model. Mr. MacDonald concludes that the market risk premium is 5,5% but makes a 206 basis points adjustment to his final capital asset pricing model results. Dr. Booth agrees that the market risk premium is approximately 5.5% but adds a credit spread premium of 80 basis points for an effective market risk premium of 6.3%. Ms. McShane estimates a market risk premium of 8.0%, considerably higher than the risk premium she recommended in 2009.<sup>200</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

(2) Market Risk Premium ( $R_m - R_f$ )

[...] Dr. Booth provides evidence that the historical risk premium is between 5 percent and 6 percent. He adjusts this range for 'Operation Twist' to obtain a risk premium estimate of 5.8 percent to 6.8 percent with a midpoint of 6.3 percent. (Exhibit C6-12, p. 93) Operation Twist refers to monetary policy intended to influence returns at various maturities including long maturities. [...] <sup>201</sup> [nos soulignements]

114. Curieusement, alors que le procureur de l'AQCIE-CIFQ semblait évoquer l'irrecevabilité de données prévisionnelles pour mesurer la prime de risque du marché aux fins du MÉAF<sup>202</sup>, le témoin Booth reconnaissait nécessairement un élément prospectif dans la détermination de la prime de risque du marché, puisqu'il présume du retour de ces écarts de crédit à des valeurs plus normales dans un avenir indéterminé.
115. Autrement dit, l'ajustement de 30 points serait la composante prospective de l'évaluation de la prime de risque.
116. Il doit en être ainsi pour se conformer au principe fondamental du coût d'opportunité de l'investisseur appelé à faire un choix d'investissement de façon prospective, pour une année témoin.
117. Le niveau de prime de risque du marché proposé par Concentric trouve également appui dans la jurisprudence récente :
  - a) L'Alberta Utilities Commission (**AUC**), dans sa décision 2011-474 du 8 décembre 2011, retenait une fourchette de l'ordre de 5,00 %-7,25 %<sup>203</sup>;
  - b) La BCUC, dans sa décision du 10 mai 2013 portant sur le coût en capital générique, jugeait appropriée une prime de risque du marché de 6,4 %<sup>204</sup>;
  - c) Le NL BCPU, dans sa décision du 17 août 2013, retenait une prime de risque du marché de 6,5 %<sup>205</sup>.

### **3. Le risque relatif du distributeur et du transporteur repères ( $\beta$ )**

118. Le risque d'une compagnie est mesuré par son bêta, une mesure statistique du risque relatif qui s'exprime par la variabilité moyenne des rendements de cette compagnie par rapport au marché en général<sup>206</sup>. Ce risque relatif n'est pas directement observable sur les marchés et sa mesure pose des difficultés, aggravées au Canada par la disponibilité et la fiabilité limitées de données historiques propres aux compagnies du groupe de référence canadien<sup>207</sup>.
119. L'établissement du bêta soulève donc une problématique importante propre au MÉAF, tant à ce qui a trait au choix d'un groupe de référence représentatif du risque de sociétés réglementées comparables qu'à l'obtention de données utiles pour procéder à l'estimation requise de cette variable<sup>208</sup>.
120. Cette difficulté d'application semble avoir mené à des choix bien différents en l'instance, soit :



- a) de contourner cette difficulté au moyen d'une hypothèse simplificatrice<sup>209</sup> mais non avérée<sup>210</sup>, avec le risque d'erreurs découlant de l'adoption d'une valeur théorique dénuée d'appui dans les marchés actuels et susceptible de mener à des résultats déraisonnables<sup>211</sup>, voire « *patently absurd* »<sup>212</sup> dans certaines circonstances, plutôt que
  - b) de faire face à cette difficulté en investissant dans la recherche exhaustive et l'analyse rigoureuse de données et de sociétés réglementées comparables au niveau des entreprises exploitantes (« *operating companies* »)<sup>213</sup> et en ayant recours à plusieurs méthodes alternatives complémentaires pour mitiger le risque d'erreurs et répondre aux préoccupations exprimées par la Régie dans ses décisions antérieures.
121. Cette seconde avenue procède également du fait que, depuis nombre d'années, les régulateurs et experts appelés à témoigner devant eux (y compris le témoin Booth) utilisent tous des bêtas ajustés, quoique de façon différente, reconnaissant pour la majorité :
- a) que les bêtas de marché ou « *stock market* » ou « *raw beta* » sont présentement déraisonnablement bas<sup>214</sup>, donc inutilisables aux fins de la détermination d'un taux de rendement raisonnable;
  - b) que des bêtas ajustés largement accessibles auprès de grandes institutions financières ou de courtage fondent des décisions d'investissement<sup>215</sup>; et
  - c) que l'ajustement de bêtas en fonction d'une moyenne appropriée résultent en des estimés de qualité supérieure au plan statistique, une réalité non contestée<sup>216</sup>.
122. En somme, le débat réel n'a pas pour objet la pertinence d'ajuster les bêtas, mais uniquement le choix de la méthode d'ajustement appropriée. Le témoin Booth semble partager le même avis<sup>217</sup>.

#### a) La preuve de Concentric

123. Pour les raisons précisées dans son rapport<sup>218</sup> et à l'audience<sup>219</sup>, Concentric a eu recours à deux sources de données et à trois méthodes alternatives pour établir une valeur bêta de 0,59, soit une valeur entièrement tirée de données commercialement accessibles aux investisseurs pour fonder leurs décisions d'investissement<sup>220</sup>. Ces sources sont Value Line et Bloomberg<sup>221</sup>. Les trois méthodes retenues permettent :
- a) l'utilisation de bêtas de marché ou « *stock market beta* » ajustés en fonction de la moyenne du marché (1,0) suivant une formule retenue par Bloomberg et Value Line<sup>222</sup>;
  - b) l'utilisation de bêtas de marché ajustés, sur une base pondérée<sup>223</sup>, en fonction de la moyenne de l'industrie établie sur la base du groupe de référence<sup>224</sup>; et
  - c) l'utilisation d'un indice correspondant à la moyenne des bêtas de l'industrie<sup>225</sup>.

124. La combinaison de trois méthodes pour produire une valeur bêta reflétant à la fois les prix réels de titres inscrits, la moyenne des valeurs de l'industrie et celle des valeurs de marché constitue une approche pondérée qui intègre la réalité des bourses, les normes de l'industrie, la pratique des investisseurs et les préoccupations de régulateurs :

In summary, after examining the following betas: 1) market-adjusted Betas; 2) industry-adjusted Betas; and 3) industry index Beta, Concentric determined that the most reasonable beta for HQD's and HQT's CAPM is the average of the market-adjusted Betas and the industry-adjusted betas for each respective proxy group. Using an average of those two measures of Beta reflects the statistical and market practice of adjusting beta coefficients to 1.0, while also reflecting the historical practice of the Régie using an industry beta.<sup>226</sup>

125. La Régie notera également de récentes décisions de régulateurs canadiens que les bêtas retenus confirment le caractère raisonnable de l'approche pondérée de Concentric et infirment largement l'utilisation d'un bêta de 0,50 par le témoin Booth :

Décisions	Bêta
BCUC, 16 décembre 2009, p. 60	0,60 à 0,66
NL BCPU P.U. 43(2009), par. 254	0,60
AUC-2009-216, p. 20	0,50 à 0,63
EGNB-2010, p.7	0,55
AUC-2011-474-216	0,50-0,65
BCUC, 10 mai 2013, p.64	0,60
NL BCPU P.U. 13(2013), p.25	0,60

### b) La preuve d'intervenants

126. L'approche du témoin Booth se situe à l'antipode.
127. Il rejette tout recours à des groupes de référence de sociétés comparables<sup>227</sup>, tout recours aux bêtas ajustés publiés par ces grandes institutions financières et de courtage<sup>228</sup> et tout recours aux bêtas dérivés du prix de titres transigés sur les marchés à l'heure actuelle<sup>229</sup>.
128. Il invoque son jugement :

Instead, as Gombola and Kahl demonstrated utility betas are better mechanically adjusted by weighting with their grand mean. However, rather than a mechanical weighting, I generally prefer to use judgment constrained by the actual historic evidence on betas.<sup>230</sup>

129. L'« *actual historic evidence* » qui encadre son jugement depuis nombre d'années serait celle couvrant la période de 1985 à 2012 reproduite au tableau synthèse apparaissant à l'Annexe C de son rapport<sup>231</sup>.
130. Or, il appert au terme du contre-interrogatoire de ce témoin que sa fourchette de bêtas de 0,45 à 0,55 est invariable dans le temps<sup>232</sup>, dénuée de tout appui dans la doctrine<sup>233</sup> ou la jurisprudence<sup>234</sup> et dictée par l'hypothèse non avérée que la grande moyenne des bêtas des sociétés réglementées canadiennes (« *Grand Mean* »<sup>235</sup>) était de 1985 à 2000 et sera de nouveau un jour de 0,50.
131. Le témoin Booth pose donc l'hypothèse que sa lecture des bêtas observés entre 1985 et 2000 est garante et dicte l'avenir, en dépit des changements considérables vécus au fil des crises financières, de changements de politiques monétaires, de l'intégration des marchés et de tout autre facteur susceptible d'affecter, aux yeux des investisseurs, le risque relatif des sociétés réglementées canadiennes.
132. Dit autrement, le futur, selon le témoin Booth, sera identique à cette tranche choisie du passé.

I see nothing in the recent capital market experience in either the U.S. or Canada that would cause me to deviate from my normal generic risk assessment for a Canadian utility.<sup>236</sup>

\* \* \* \* \*

It is my judgment that betas tend to revert back to their long run average levels; for the market as a whole this is 1.0, but for the regulated firms from Schedule 1, this is about 0.45-0.55<sup>237</sup>.

\* \* \* \* \*

Normal utility risk premium: 2.25%-3.30%.<sup>238</sup>

133. Considérant l'existence de données nouvelles et l'approche pondérée de Concentric, une telle hypothèse ne peut être à l'origine de la détermination d'un rendement raisonnable au sens de la LRÉ et des principes vus précédemment à la section II-C.
134. Le contre-interrogatoire du témoin Booth aura plutôt révélé l'existence d'une opinion, non pas l'exercice d'un jugement informé par des faits contemporains, à la fois invariable dans le temps, hypothétique à sa base, circulaire dans ses résultats et incompatible avec les observations de marchés.

I wish I could go in business selling beta estimates but I don't think anybody would be willing to pay me huge amounts of money for me to say point five (0.5) for (10) years in a row.<sup>239</sup>

135. Pour l'heure, les « *stock market betas* » observés par le témoin Booth pour son groupe de référence<sup>240</sup> sont très loin de cette valeur normale (moyenne de 0.20). Ces bêtas bruts, s'ils devaient être utilisés, mèneraient au calcul d'un taux de rendement manifestement déraisonnable, de l'aveu du témoin Booth :

In Appendix C, I show that Canadian Utilities has a recent beta coefficient of 0.03, so a naive CAPM estimate, similar to that in

the tests, would be for a CAPM fair return of say  $1.00\% + 0.03 * \text{MRP}$ , with an MRP of 5% this indicates a fair return of 1.15%, which I don't think anyone would accept as fair!<sup>241</sup>

136. Ces très faibles valeurs établies par le témoin Booth ne sont pas sans rappeler les propos de la BCUC lorsque confrontée à l'approche du témoin Booth pour le calcul de bêtas servant à son MÉAF :

The Commission Panel notes that CAPM is based on a theory that can neither be proved nor disproved, relies on a market risk premium which looks back over nine decades and depends on a relative risk factor or beta. The fact that the calculated beta for PNG (considered by Dr. Booth to be the most risky utility in Canada) was 0.26 in 2008 causes the Commission Panel to consider that betas conventionally calculated with reference to the S&P/TSX are distorted and require adjustment.

The Commission Panel will give weight to the CAPM approach, but considers that the relative risk factor should be adjusted in a manner consistent with the practice generally followed by analysts so that it yields a result that accords with common sense and is not patently absurd.<sup>242</sup> [nos soulèvements]

137. Ainsi contraint par des résultats déraisonnablement bas ou « *patently absurd* », le témoin Booth n'aura d'autre alternative que d'ajuster à la hausse ses propres bêtas, rendus inutilisables par les taux de rendement qu'ils produisent, et de leur substituer une opinion, une valeur « normalisée », future et hypothétique de 0,50.
138. On aura compris de son contre-interrogatoire que l'usage d'un tel bêta ajusté en moyenne à hauteur de 0,50 est un dénominateur commun dominant dans les prestations répertoriées du témoin Booth<sup>243</sup>.
139. En somme, ce témoin dénonce l'usage d'ajustements tirés de modèles mathématiques largement reconnus et utilisés par de grandes institutions spécialisées telles Value Line, Morning Star et Bloomberg pour leur préférer son opinion fondée sur l'hypothèse non vérifiable d'une valeur normale de 0,50 tirée d'une courte tranche choisie du passé et qu'un avenir indéterminé pourra ou non confirmer.
140. Il est vrai que la Régie a déjà jugé qu'il était improbable de voir des bêtas de distributeurs gaziers évoluer vers la moyenne du marché ( $\beta = 1,0$ ), considérant le risque relativement faible d'entreprises réglementées dans l'environnement canadien<sup>244</sup>.
141. La Régie rappelait cependant que, ce faisant, elle ne se trouvait pas à résoudre de façon entière la problématique liée à la qualité de bêtas bruts (non ajustés) produits suivant des approches comme celle du témoin Booth et leur capacité à prédire correctement les rendements réalisés dans le cadre de l'application du MÉAF :

[186] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique reliée à la qualité des bêtas bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements réalisés dans le cadre de l'application du MÉAF. Il s'agit d'une question qui continue de susciter des débats entre experts.<sup>245</sup>

142. Simultanément, la Régie s'assurait d'apporter aux résultats du MÉAF des ajustements à la hausse nécessaires pour tenir compte du risque relatif de Gaz Métro<sup>246</sup> ou de Gazifère<sup>247</sup> et de majorer la prime de risque du marché, donc de la prime de risque du distributeur.
143. Il est aussi utile de rappeler que la Régie a déjà rejeté les critiques du témoin Booth et jugé raisonnable l'utilisation de bêtas ajustés par les grandes maisons spécialisées pour tenir compte des observations empiriques dont l'existence n'est pas contredite, seule leur mesure exacte<sup>248</sup> :

Lorsqu'on analyse la preuve contradictoire des experts de l'ACIG et celui de SCGM, on constate que l'écart réside principalement dans les ajustements des bêta bruts faits par le Dr Morin.

La Régie, avec respect pour les experts de l'ACIG [MM. Booth Berkowitz et Milne] et les auteurs qu'ils ont cités, estime approprié de retenir la méthode utilisée par le Dr Morin qui fait valoir que cette méthode, utilisée par les grandes maisons de placement et soutenue par une littérature scientifique, démontre que les bêta ajustés, lorsqu'utilisés, ont un meilleur degré de précision. [...]

De plus, les données soumises par les experts de l'ACIG à la page 35 de leur preuve écrite semblent démontrer que pour les distributeurs de gaz, le bêta est en croissance constante depuis 1990 passant de 0,418 à 0,563 pour 1994.

Ces mêmes experts ont également conclu que des études sur des périodes plus longues et sur des univers de référence plus larges les menaient à attribuer une valeur de 0,50 à 0,60 au coefficient bêta, démontrant par le fait même une tendance à la hausse des bêta par rapport à leur niveau historique. [nos soulignements]

144. Fait à noter, l'évolution historique des bêtas à la hausse n'est plus un thème abordé par le témoin Booth dans ses témoignages.
145. Enfin, la Régie pourra tirer des inférences du fait que le bêta de 0,50 présenté par le témoin Booth est pratiquement invariable, quelle que soit la décennie ou les conditions de marchés, que celui-ci le qualifie de « *Quick and Dirty* », de « *generic* » ou qu'il le présente comme découlant d'une expertise qui se veut détaillée dans une cause tarifaire spécifique.
146. Considérant la preuve exhaustive administrée durant cette audience et aux précédents jurisprudentiels à l'échelle canadienne, les Demandeurs sont d'avis que de retenir l'approche statique et hypothétique de l'AQCIE-CIFQ est incompatible avec la notion fondamentale du coût d'opportunité prospectif pour l'investisseur.

#### **4. Les frais d'émission**

147. Les frais d'émission sont les frais associés à la vente de nouvelles émissions de capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires. Ils comprennent les coûts

décaissés pour la préparation, le dépôt, la prise ferme et tout autre coût lié à l'émission de capitaux propres<sup>249</sup>.

148. Selon le témoin Coyne, puisque le but du taux de rendement autorisé est d'estimer le coût du capital de l'entreprise réglementée pour se procurer des fonds, une estimation des rendements requis par les investisseurs doit être ajustée en fonction des frais d'émission pour fournir une estimation juste du coût du capital requis par l'entreprise réglementée<sup>250</sup>.
149. En somme, l'octroi de frais d'émission est conforme au principe de l'indépendance financière<sup>251</sup> et donne effet à la norme du rendement raisonnable<sup>252</sup>, de l'avis unanime des témoins experts entendus<sup>253</sup>. Cet avis semble partagé par la SÉ-AQLPA<sup>254</sup>.
150. Concentric propose l'octroi de frais d'émission de l'ordre de 30 à 40 points de base pour les motifs précisés dans son témoignage<sup>255</sup>.
151. L'expert de l'AQCIE-CIFQ recommande un ajustement 50 points de base<sup>256</sup>. À l'audience, la Régie aura pu constater que ces frais relativement élevés et proposés sans bornes inférieure et supérieure masquent le faible rendement dérivé des valeurs retenues par le témoin Booth pour le bêta et la prime de risque du marché. En effet, en l'absence de tout frais d'émission, la borne inférieure des rendements raisonnables de ce témoin s'établit à 6,5 %, quelque 20 points en-deçà du taux résultant de l'application de la formule d'ajustement implicite trois fois jugée déficiente<sup>257</sup>.
152. Seul l'analyste du RNCREQ conteste l'inclusion de frais d'émission, arguant que la Régie en aurait décidé autrement pour le Distributeur dans sa décision D-2003-93 et ce, bien qu'elle l'autorise pour Gaz Métro, Gazifère et Intragaz<sup>258</sup>.
153. Notons de la décision D-2003-93 que le Distributeur n'avait pas demandé l'octroi de tels frais, alors qu'une demande en ce sens est expressément formulée par les Demandeurs en l'instance<sup>259</sup>.
154. Notons également que d'autres entreprises réglementées en pleine propriété de gouvernements provinciaux se voient octroyer des frais d'émission dans le respect du principe de l'indépendance financière<sup>260</sup>.
155. Au cours des dernières années, la Régie a octroyé à Gazifère une provision de 50 points de base pour frais d'émission et autres frais d'accès aux marchés des capitaux<sup>261</sup>. Elle a octroyé à Gaz Métro et à Intragaz le même type de provisions, à l'intérieur d'une plage variant de 30 à 40 points de base<sup>262</sup>.
156. Dans les circonstances, l'inclusion au rendement des capitaux propres des Demandeurs d'un frais d'émission de 30 points est raisonnable, justifié et cohérent avec le traitement réservé à d'autres entreprises sous juridiction de la Régie.

## **5. Un ajustement requis pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation**

157. Tel qu'indiqué précédemment, la Régie a reconnu l'importance de recourir à plus d'un modèle d'évaluation pour compléter son appréciation d'un taux de rendement raisonnable, et elle a retenu l'AFM à cette fin :

[243] Cependant, il est aussi admis par tous les experts qu'aucun modèle ne peut, à lui seul, représenter correctement les attentes des investisseurs dans toutes les circonstances et dans toutes les phases des cycles économiques et financiers. En conséquence, la Régie juge nécessaire de prendre en considération les résultats produits par le modèle AFM, malgré les faiblesses mentionnées plus haut. [...]

[245] Compte tenu de la preuve au présent dossier et des remarques émises dans sa décision D-2007-116, la Régie juge qu'un ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du MÉAF est justifié dans les circonstances.<sup>263</sup> [nos soulignements]

158. La combinaison du MÉAF et de l'AFM est endossée par d'autres régulateurs canadiens. Outre l'ONÉ dont les propos sont reproduits ci-dessus, citons la BCUC dont l'approche est explicite :

The panel finds that the two most compelling frameworks for assessing the cost of equity are the DCF model and the CAPM. These models have well understood theoretical bases and explicitly recognize the opportunity cost capital. Accordingly, these two models are given equal weight in determining the allowed ROE.<sup>264</sup> [nos soulignements]

#### a) La preuve de Concentric

159. Un sommaire des résultats de l'application de l'AFM, dans les différentes variantes utilisées par Concentric, apparaît au tableau synthèse reproduit au paragraphe 244 de l'Argumentation.
160. Fort de ces résultats, Concentric a effectué un ajustement de 75 points de base au rendement dérivé du MÉAF. Les fondements de cet ajustement sont décrits en détails dans les témoignages écrit et oral<sup>265</sup> du témoin Coyne.
161. Réciproquement, le témoin Coyne expliquera que le choix de la borne inférieure de l'ensemble des résultats dérivés de l'application de l'AFM, suivant toutes ses versions, soit un rendement de 9,2 %, reflète la prise en compte du résultat inférieur du MÉAF<sup>266</sup>.
162. Cette convergence des résultats des deux méthodes retenues vers une recommandation de 9,2 % trouve appui dans l'ensemble des principes réglementaires décrits précédemment à la section II-C.2.
163. Elle procure une solution raisonnable et de marché aux difficultés d'application de ces deux méthodes et aux enjeux définis par les trois critères de la norme du rendement raisonnable.
164. Cet ajustement est conforme directionnellement à la pratique de la Régie discutée précédemment.

## b) La preuve d'intervenants

165. À l'inverse, le témoin Booth tire sa recommandation générique de l'application d'une seule méthode, soit son « *Conditional CAPM* »<sup>267</sup>.
166. Il est manifeste que le rendement recommandé de 7,5 % est le résultat de l'application du MÉAF et rien dans le contenu du témoignage écrit du témoin Booth ne permet de lier le résultat de l'AFM de 9,08 % (ou de 9,58 % avec les frais d'émission<sup>268</sup>) avec sa recommandation de 7,5 %, similaire à son « *Quick and Dirty CAPM* » de 7,5 %<sup>269</sup> ou à son « *Fair ROE* » générique de 7,5 % à 8,0 %.
167. De plus, un simple calcul confirme qu'aucun des rendements recommandés dans les dossiers identifiés au tableau synthèse présenté au Dr. Booth lors de son contre-interrogatoire n'échappe à l'application mathématique de l'équation du MÉAF, et les ajustements proposés pour refléter les effets de la crise et l'« *Operation Twist* » sont de la même nature que ceux proposés en l'instance et discutés ci-dessus<sup>270</sup>.
168. Rien dans le témoignage écrit du témoin Booth n'établit un lien entre le résultat de l'AFM et les ajustements justifiés par l'« *Operation Twist* » et des variations d'écart de crédit courants.
169. Au contraire, ces ajustements totalisant 65 points de base sont établis sur la base d'une interprétation de l'évolution des « *default spreads* »<sup>271</sup> et des projections des taux obligataires de long terme des obligations du Canada<sup>272</sup>. Référence peut être faite aux graphiques et tableaux à l'origine de ces ajustements<sup>273</sup>.
170. Comment pourrait-il soudainement en être autrement puisque que le témoin de l'AQCIE-CIFQ émet de très importantes réserves ou critiques concernant l'AFM et cherche à en discréditer l'utilisation, plus particulièrement en dénonçant :
- a) l'utilisation de prévisions d'analystes trop optimistes ou minées d'un biais institutionnel<sup>274</sup>;
  - b) le recours à des données de sources américaines jugées peu représentatives en raison d'environnement réglementaire, financier ou économique et de profils de risque différents aux États-Unis<sup>275</sup>;
  - c) l'existence d'un risque de circularité minant l'utilisation de l'AFM<sup>276</sup>;
  - d) l'absence de groupe de référence canadien en permettant l'application<sup>277</sup>; et
  - e) l'absence de prévisions de dividendes mais uniquement de revenus<sup>278</sup>.
171. Comment le témoignage de l'expert Booth peut-il être probant quant à l'application de méthodes d'évaluations multiples alors qu'il affirmait l'inverse devant le NL BCPU et l'OEB.

Dr. Booth stated that he believed that the most important thing is to use the right estimation technique and not necessarily a variety of techniques as suggested by Ms. McShane. (Transcript, Oct. 21, 2009, pgs 148/12-29; 149/1-16). Dr. Booth stated that the capital asset pricing model is overwhelmingly the most



important model used by a company in estimating the cost of equity capital.<sup>279</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

The Board agrees that the use of multiple test to directly and indirectly estimate the ERP is a superior approach to informing its judgment than reliance on a single methodology. In particular, the Board is concerned that CAPM, as applied by Dr. Booth, does not adequately capture the inverse relationship between the ERP and the long Canada bond yield. As such, the Board does not accept the recommendation that it place overwhelming weight on a CAPM estimate in the determination of the initial ERP.<sup>280</sup> [nos soulignements]

172. En réalité, le témoin Booth a traditionnellement inclus des résultats de l'application du modèle AFM au plan informatif seulement sans pour autant dévier de l'application stricte du MÉAF.
173. N'a-t-il pas libellé son MÉAF ajusté de « *Conditional CAPM* » plutôt que de reconnaître l'utilité, voire la nécessité d'intégrer formellement les résultats de l'AFM dans sa recommandation?

## 6. Le résultat de l'application du MÉAF ajusté, ou « *Reconciled CAPM* »

174. Les experts des Demandeurs et de l'AQCIE-CIFQ arrivent à des résultats divergents pour le MÉAF, selon l'approche préconisée sur le choix des intrants.

	Concentric Reconciled CAPM	Booth CAPM (Low)	Booth CAPM (High)
Risk Free Rate	4.23%	3.95% <sup>(1)</sup>	3.95% <sup>(1)</sup>
Beta	0.59%	0.45	0.55
Market Risk Premium	6.67%	5.67% <sup>(2)</sup>	6.55% <sup>(2)</sup>
<b>Sub-Total</b>	8.17%	6.50%	7.55%
Flotation Cost	0.30%	0.50%	0.50%
<b>Sub-Total</b>	8.47%	7.00%	8.05%
Adjustment for Other Models	0.75%	0%	0%
<b>Total</b>	9.22%	7.00%	8.05%
<b>Recommendation</b>	<b>9.20%</b>	<b>7.50%</b>	

Notes :

(1) Includes 35 basis points for Operation Twist Adjustment.

(2) Includes market risk premium of 5.0% to 6.0%, adjusted for credit spread differential of 30 basis points, which is then divided by the range of betas from 0.45 to 0.55.<sup>281</sup>

175. À l'audience, le témoin Coyne a discuté des écarts et points de convergence dans les résultats du MÉAF de Concentric et du témoin Booth et fait voir des liens qui permettent de saisir l'effet des ajustements présentés au titre de l'Opération Twist et des variations d'écarts de crédit. Cette lecture réconciliatrice à la lumière des décisions antérieures de la Régie permet de rapprocher les positions de ces témoins experts.
176. Mais au-delà de ces rapprochements, il est manifeste que le refus du témoin Booth d'accorder tout poids réel et effectif aux résultats de l'AFM explique en large partie l'écart observé au tableau précédent.
177. Cette absence d'ajustement est d'autant plus inexplicable que les deux experts s'entendent pour affirmer, qu'au plan de la théorie économique, ces deux modèles devraient produire des résultats comparables.
178. À ce sujet, la Régie pourra s'interroger sur l'absence de tout ajustement pour « d'autres modèles », alors que le témoin Booth reconnaissait expressément l'existence d'une différence d'environ 200 points<sup>282</sup> de base entre les résultats dérivés de l'AFM et des modèles de prime de risque, tel le MÉAF, sans d'aucune façon tenter de tenir compte de cet écart dans son appréciation générale d'un rendement raisonnable.

## **F. LA MÉTHODE D'ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES ET SES VARIANTES**

### **1. Le rendement de dividendes**

179. L'AFM tient du principe que la valeur attribuée par les investisseurs à un placement donné sera tributaire, au fil du temps, de la valeur actuelle des flux monétaires futurs (dividendes) prévus de la société dans laquelle ils veulent investir. Ce modèle sert couramment à évaluer des sociétés en actualisant les flux monétaires futurs prévus des sociétés.

### **2. Le taux de croissance des dividendes**

180. Le modèle classique (« *Gordon Growth* » ou « *Constant Growth Model* ») repose sur les hypothèses suivantes : 1) un taux de croissance moyen constant des bénéfices et des dividendes, 2) un taux de distribution des dividendes stable, 3) un coefficient de capitalisation des bénéfices constant et 4) un taux de croissance des bénéfices supérieur au taux de croissance prévu<sup>283</sup>.
181. Il existe d'autres variantes au AFM qui permettent de modifier les hypothèses relatives au taux de croissance des dividendes s'il y a lieu de croire que les investisseurs ne s'attendent pas à un taux de croissance des dividendes constant à perpétuité. La variante du taux de croissance multiples (« *multi-stage* »), par exemple, établit que le cours de l'action d'une société visée est égal à la valeur actuelle des flux monétaires futurs reçus sur plusieurs périodes (c'est-à-dire deux ou trois). Les flux monétaires sont définis comme les dividendes prévus, qui augmentent au taux de croissance propre à chaque période<sup>284</sup>.

### 3. Des estimations de taux de croissance des revenus

182. Les sources de croissance des bénéfices et des dividendes d'une entreprise sont influencées par les opportunités d'investissement qui s'offrent à elle et par les stratégies d'investissement qu'elle met en œuvre. Les entreprises de services publics croissent grâce à une combinaison d'expansion du territoire desservi, de structure de financement et d'efficacité opérationnelle<sup>285</sup>.
183. L'ensemble des sources de croissance prévues d'une entreprise se reflètent dans son cours boursier et dans le rendement des dividendes qui en découle et qui est utilisé dans l'analyse de l'AFM. Ce sont les prévisions de croissance des dividendes qu'un analyste doit estimer lorsqu'il réalise une analyse de l'AFM<sup>286</sup>.

### 4. Des décisions et préoccupations de la Régie concernant l'application de l'AFM

184. La Régie, lors de trois récentes décisions rendues sur la détermination d'un taux de rendement des capitaux propres pour Gazifère, SCGM et Intragaz, a exprimé ce qui suit à propos de l'utilisation du modèle d'AFM :

[46] Quant au modèle d'AFM, la Régie est d'avis que ce modèle comporte certaines difficultés pratiques, notamment quant à l'estimation du taux de croissance des dividendes des titres choisis. La Régie note que l'application de ce modèle, que ce soit par la méthode directe ou indirecte, se fait à partir de données américaines uniquement. La Régie note également que l'application de la méthode indirecte du modèle d'AFM se fait à partir des rendements réalisés des sociétés de gestion américaines qui incluent des actifs réglementés et non réglementés.<sup>287</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[204] Quant au modèle d'AFM, la Régie est d'avis que ce modèle comporte certaines difficultés pratiques, notamment quant à l'estimation du taux de croissance des dividendes des titres choisis. La Régie note que l'estimation du taux de croissance des dividendes est prospective et qu'elle repose sur les prévisions des analystes financiers. La Régie note également que l'application de ce modèle se fait à partir de données américaines uniquement.<sup>288</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

[124] La Régie est d'avis que le modèle d'AFM comporte certaines difficultés pratiques, notamment quant à l'estimation du taux de croissance des dividendes des titres choisis. La Régie note que l'estimation du taux de croissance des dividendes est prospective et qu'elle repose sur les prévisions des analystes financiers.<sup>289</sup> [nos soulignements]

185. On constate, dans ces extraits, les préoccupations évoquées par la Régie pour justifier, dossier après dossier, son choix de retenir principalement le MÉAF et de prendre en

considération, dans une bien moindre mesure, par souci de prudence, les résultats du modèle d'AFM.

186. Il importe donc d'aborder ces préoccupations à la lumière de l'ensemble de la preuve dont la Régie a été saisie en l'instance.

**a) L'allégation d'un biais institutionnel ou « *optimism bias* »**

187. En l'instance, comme dans la vaste majorité de celles où l'AFM fait l'objet d'un débat contradictoire, la question de l'existence d'un biais institutionnel ou d'« *optimism bias* » fut soulevée, avec pour objectif de discréditer les résultats de ce modèle.
188. Ces appréhensions, souvent introduites en preuve comme en l'instance en des termes très généraux suivant l'actualité financière ou des débats de gouvernance<sup>290</sup>, sont difficilement quantifiables et constituent l'une des difficultés propres à l'AFM.
189. Or, en dépit de cette difficulté, un examen des décisions traitant de cette question confirme l'importance et la prévalence de l'AFM et son utilité pour juger d'un rendement raisonnable<sup>291</sup>.
190. Cette reconnaissance généralisée aux États-Unis et en croissance au Canada illustre bien la robustesse de cette méthode d'évaluation au plan analytique et son utilité largement reconnue à l'endroit d'entreprises réglementées stables, transparentes et à faible risque, tant par le témoin Coyne que par le témoin Booth :

Regulated utilities have lower risk profile and more transparent financial reporting, thus less uncertainty regarding fluctuations in earnings compared to analyst forecasts.<sup>292</sup> [nos soulignements]

\* \* \* \* \*

In particular, it [DDM or DCF]<sup>293</sup> is best suited for companies that (1) pay dividends based on the stable dividend payout history that they want to maintain in the future, and (2) are growing at a steady and sustainable rate. As such, the DDM works reasonably well for large corporations in mature industries with stable profits and an established dividend policy. In Canada, the banks and utility companies fit this profile. [...] <sup>294</sup> [nos soulignements]

191. De plus, la preuve à l'audience révèle l'existence de réformes réglementaires<sup>295</sup> et de changements structurels au sein d'institutions financières<sup>296</sup> ayant contribué à éliminer, sinon à réduire un biais réel ou appréhendé et d'obvier à cette difficulté.
192. Afin de montrer l'efficacité de ses mesures, le témoin Coyne fait référence à un article du Financial Analyst Journal dans lequel il est démontré qu'il existe beaucoup moins ou plus du tout de biais dans les prévisions des analystes depuis la mise en œuvre de ces lignes directrices<sup>297</sup>.
193. Cela dit, si l'élimination de tout biais peut difficilement faire l'objet d'une preuve hors d'un cas et d'allégations spécifiques, l'allégation vague ou gratuite d'un biais résiduel ne peut

en aucun cas justifier le rejet d'une méthode éprouvée à laquelle investisseurs, chercheurs et régulateurs adhèrent.

194. Rappelons qu'aucune méthode n'est parfaite, que leur usage conjoint est devenu la norme et que la Régie a de larges pouvoirs discrétionnaires pour juger d'un rendement raisonnable sur la base des faits dont elle est saisie, en dépit de difficultés d'application inhérentes à chaque méthode<sup>298</sup>.
195. Rappelons également le souci de Concentric de répondre aux préoccupations de la Régie en cette matière<sup>299</sup> :

Concentric has nonetheless addressed concerns with earnings forecasts

- Constant Growth form relies on consensus estimates and data from Value Line (a firm that does not offer investment banking)
  - Multi-stage form uses analyst growth rates in the first five years and moves toward GDP growth rate in subsequent years
  - Sustainable growth rate is calculated using Value Line data for U.S. proxy group companies to derive a long-term growth rate
196. Concernant ce dernier point, le témoin Coyne précisait en audience que « *Value Line* » ne fondait pas ses taux de croissance sur la base de prévisions d'analystes<sup>300</sup>.
197. En somme, aux fins spécifiques d'évaluer le rendement raisonnable des Demandeurs, la Régie est fondée de recourir à l'AFM présenté par Concentric. Elle l'est d'autant plus qu'elle est saisie en cette instance d'une preuve détaillée, colligée avec rigueur suivant des critères objectifs ayant permis à la Régie et aux intervenants de reproduire les évaluations quantitatives offertes et de tester la méthodologie employée pour répondre aux préoccupations exprimées dans les dossiers antérieurs.
198. Ici, comme en d'autres matières discutées précédemment, les Demandeurs invitent la Régie à aller au-delà d'allégations, de critiques, de jugements arbitraires et d'opinions contredites ou mises en cause par la preuve de changements récents pour plutôt examiner au fond ce dont elle est réellement saisie en l'instance, soit une preuve de grande qualité lui permettant d'exercer elle-même sa discrétion.

#### **b) Une preuve utile et suffisante de comparabilité des groupes de référence**

199. L'usage de groupes de référence est répandu et nécessaire.
200. Ces groupes permettent d'effectuer des comparaisons d'entreprises et de décisions d'investissement sur la base d'analyses de données de marché vérifiables. Ils permettent également de quantifier des intrants aux modèles d'évaluation, tels le bêta du MÉAF ou encore les taux de croissance des dividendes prévisionnelles aux fins de l'AFM<sup>301</sup>.

201. La Régie est saisie d'une preuve volumineuse de comparabilité du profil des Demandeurs à celui des entreprises réglementées canadiennes et américaines formant les groupes de référence proposés par Concentric<sup>302</sup>.
202. La magnitude de cette preuve est en partie tributaire du désir des Demandeurs et de leurs experts de répondre aux préoccupations de la Régie identifiées ci-dessus, entre autres, quant à la suffisance de la preuve relative aux opportunités qui s'offrent sur les marchés américains, aux régimes réglementaires qui y sont en vigueur et la pertinence des rendements qui y sont octroyés<sup>303</sup>.
203. Pour ce faire, Concentric a motivé et précisé en détails le choix des critères de sélection des entreprises comparées, la portée des analyses effectuées au niveau ciblé des entreprises opérantes, l'examen des régimes réglementaires en place et l'étude des environnements financiers pertinents<sup>304</sup>.
204. L'importance de cette preuve découle également d'interrogations formulées par la Régie et des intervenants pour souligner l'existence de différences entre ces entreprises, ces régimes et ces environnements à risques variables au Canada et aux États-Unis. Ces échanges contenus sur plusieurs milliers de pages ne pourraient faire ici l'objet d'un sommaire mais il est utile d'en tirer quelques réflexions ou constats pertinents aux fins des délibérations à venir.
205. Pour certains intervenants, l'existence de différences suffit en soi pour arguer le rejet d'une comparabilité suffisante, d'où leur intérêt de cibler ces différences sans égard à la finalité du processus visé à l'article 49 LRÉ discutée ci-après.
206. Évidemment, des différences existeront toujours et certains pourraient ne jamais cesser de s'opposer à l'utilisation de données ou de groupes de références d'origine américaine, avec ou sans ajustement à l'import<sup>305</sup>, sans égard à l'intégration continue des marchés financiers à l'échelle nord-américaine ou à l'opinion contemporaine d'institutions, telle Moody's, qui déclarait en septembre 2013 :

Our revised view that regulatory environments and timely recovery of costs is in most cases more reliable than we previously believed is expected to lead to a one notch upgrade of most regulated utilities in the US.<sup>306</sup>

207. Entendu à ce sujet devant la BCUC, le témoin Booth tenait des propos pour le moins radicaux pour l'exclusion généralisée de l'expérience américaine, des propos qui expliquent ses positions en l'instance :

[...] In his evidence, Dr. Booth states: "The message from these....disasters of US regulatory policy [i.e. the bankruptcy of Pacific Gas and Electric. the Enron and WorldCom frauds. the failure of US entities such as Lehman Brothers. and 'stock market disasters represented by pipelines like Duke Energy'] is that the US is not Canada, no matter what American witnesses before the Canadian regulatory tribunals seem to think. Regulation in the US has followed a different path to that in Canada, as is patently obvious to anyone who looks at its results. Drawing any insights from how investors perceive US utilities (or banks) given this different regulatory approach in my judgment is of very little value. I would strongly advise

Canadian regulatory tribunals to ignore the advice of experts, who have US experience in mind when they from (sic) their judgments. Instead, they should focus on Canadian solutions that have worked rather than US solutions that have resulted in disaster.” (Exhibit C11-5, p. 103)<sup>307</sup> [nos soulignements et gras]

208. De tels propos d'une autre époque permettent de s'interroger sur l'ouverture dont cet expert devait faire preuve dans l'analyse d'une situation spécifique. La Régie pourra lire l'extrait du contre-interrogatoire du témoin Booth quant à son interprétation de la plus récente décision de la BCUC<sup>308</sup>.
209. Cela dit, le test dicté par nos régulateurs et les tribunaux n'en est pas un d'identité de risque mais de risque analogue ou « *like risk* » mesuré de façon globale. Ainsi, des écarts de risques d'affaires, financiers ou réglementaires n'excluent pas, en soi, une comparabilité adéquate lorsque ces risques se compensent pour permettre de conclure à un risque global analogue.
210. Il importe aussi de rappeler que cette comparabilité s'insère dans une finalité spécifique, soit celle d'offrir au régulateur des données utiles pour permettre un rendement raisonnable au sens de l'article 49 LRÉ.
211. Or, en l'absence de telles données, le régulateur est à risque d'errer de façon déraisonnable, particulièrement s'il s'appuie sur des hypothèses non avérées ou l'opinion non étayée d'experts ou d'analystes.
212. À ce sujet, il appert de la preuve à l'audience qu'aucun des intervenants n'aura choisi d'emprunter la voie utile d'offrir d'une preuve positive de comparabilité de groupes de sociétés réglementées canadiennes ou américaines permettant l'application du critère de l'investissement comparable, tel que ce critère a été défini et appliqué par nos tribunaux.
213. Ils se sont plutôt limités à la critique des groupes de référence proposés par Concentric, soit :
- a) pour justifier le *statu quo* et le maintien d'une Formule d'ajustement implicite manifestement déficiente<sup>309</sup>;
  - b) pour dénaturer le critère de l'investissement comparable au profit d'une étude de l'évolution du risque des Demandeurs sur une base purement rétrospective, en l'absence de toute comparaison contemporaine avec des entreprises réglementées comparables au sens de la norme applicable<sup>310</sup>;
  - c) pour promouvoir l'imposition d'un régime réglementaire à rendement générique en dépit de l'objet de l'audience bien circonscrit par des décisions procédurales<sup>311</sup>.
214. Pour ces raisons, les Demandeurs invitent plutôt la Régie à décider sur la base des faits, des conditions de marchés et des tendances observés à l'échelle canadienne<sup>312</sup>.

215. De l'avis des Demandeurs, la Régie est aujourd'hui saisie d'une preuve utile et suffisante de comparabilité des sociétés formant le groupe de référence américain retenu par Concentric aux fins de la détermination d'un rendement raisonnable.

**c) La compensation du risque associé aux activités de production d'électricité**

216. Il est vrai que des entreprises réglementées incluses dans les groupes de référence possèdent des actifs de production et que le risque associé à ces activités est généralement perçu comme étant supérieur aux activités de transport et de distribution d'électricité<sup>313</sup>, à hauteur de 41 points de base selon les données étudiées par Concentric en lien avec des sociétés de services publics verticalement intégrées<sup>314</sup>.

217. C'est pourquoi Concentric a cherché et sélectionné des entreprises de services publics dont au moins 60 % des revenus provenaient d'activités réglementées de 2009 à 2011<sup>315</sup>.

218. Plus spécifiquement, l'examen de la preuve démontre que 86 % des revenus d'exploitation et 92 % des revenus des sociétés formant le groupe de référence américain proviennent d'activités réglementées du secteur de l'électricité<sup>316</sup>. Ces ratios sont réduits à 61 % et à 59 % respectivement pour les sociétés réglementées incluses dans le groupe de référence canadien, d'où l'opinion exprimée par Concentric quant à une comparabilité supérieure du groupe de référence américain.

219. Il importe également de noter que l'examen d'un sous-ensemble de cinq sociétés identifiées par Concentric (mais non retenu en raison d'autres critères de sélection) démontre que des entreprises ne possédant aucun actif de production se sont vues autoriser un rendement moyen de 9,70 % sur un taux de capitalisation moyen de 48,17 %<sup>317</sup>.

220. Mais plus fondamentalement, l'étude de Concentric fait conclure que le risque additionnel associé aux activités de production est largement compensé par le risque financier accru des Demandeurs en raison de leur taux de capitalisation considérablement inférieur à la moyenne des taux de capitalisation des sociétés formant le groupe de référence américain et canadien<sup>318</sup>.

221. À ce sujet, le témoin Coyne notait également la faiblesse des ratios de mesure du risque de crédit des Demandeurs par rapport aux entreprises des groupes de référence<sup>319</sup>.

222. De plus, l'affirmation du témoin Booth d'un rendement différentiel de risque de production de 50 à 100 points de base n'est appuyée d'aucune analyse et ignore les différences de risques financiers des Demandeurs en raison de leur taux de capitalisation et de leurs ratios d'endettement.

223. Ainsi, la sélection discutée en audience à ce sujet par le témoin Coyne tend à sous-évaluer le rendement autorisé et non l'inverse.

224. À tout événement, considérant l'ensemble des critères et des données consultées, la présence d'actifs de production n'est pas, en soi, de nature à interdire la comparaison proposée entre le profil des Demandeurs et ceux des sociétés réglementées retenues



eu égard à l'ensemble des critères de sélection et des analyses comparatives des profils de risque<sup>320</sup>.

**d) La nécessité d'une analyse comparative contemporaine du risque pour satisfaire au critère de l'investissement comparable**

225. Aucun intervenant n'a effectué ni requis d'analyse comparative contemporaine du rendement autorisé à des sociétés réglementées canadiennes ou américaines de risques analogues aux Demandeurs, ni procédé à l'examen comparatif du profil de risque d'entreprises réglementées aux fins de définir des groupes de référence.
226. Aucun intervenant n'a donc cherché à offrir une preuve susceptible de permettre l'application du critère de l'investissement comparable aux fins pour lesquelles ce critère a été défini par les régulateurs et les tribunaux canadiens<sup>321</sup>.
227. Or, nul ne peut sérieusement contester le fondement juridique de ce critère qui commande la comparaison d'entreprises différentes à un même moment, non l'examen du profil d'une même entreprise en des temps différents. La jurisprudence<sup>322</sup> tout comme le témoignage non contesté du témoin Coyne s'imposent à ce sujet<sup>323</sup>.
228. Il aura suffi du simple exemple de la revente d'une résidence 10 ans après son achat pour établir, de façon intuitive, le bien-fondé d'une analyse comparative contemporaine du risque, plutôt que d'un examen évolutif rétrospectif de l'évolution d'une entreprise<sup>324</sup>.
229. Dans une perspective plus juridique, un rendement établi sans égard à une analyse comparative contemporaine en preuve pourrait difficilement être raisonnable au sens de la LRÉ et de la jurisprudence puisqu'il ne s'appuierait pas sur le critère de l'investissement comparable. Un rendement fondé uniquement sur une analyse évolutive rétrospective du risque d'une seule et même entreprise serait déraisonnable.
230. À ce sujet, des intervenants semblent confondre la recevabilité de certains moyens de preuve et l'objet même du critère de l'investissement comparable.
231. Il est vrai que des entreprises réglementées appelées à se présenter régulièrement devant leur régulateur pour revoir leur rendement sur capitaux propres choisissent d'offrir, entre autres moyens de preuve, une preuve traitant de l'évolution des faits pertinents depuis le dernier dossier tarifaire.
232. Cette preuve relative à des changements de risques ou de conditions de marchés livrée sur une base annuelle, bien que de nature à alléger le processus réglementaire et à circonscrire précisément l'objet des débats, constitue un moyen de preuve, non un substitut aux exigences imposées par le critère de l'investissement comparable.
233. Il peut en être de même lorsque l'entreprise réglementée est assujettie à l'application d'une formule d'ajustement automatique conçue et appliquée périodiquement sur la base d'écart différentiels mesurés à partir d'une année et de valeurs de référence. La preuve de ces valeurs sur une base incrémentielle donc rétrospective ne peut, hors du cadre d'une formule automatique, satisfaire, en soi, au critère de l'investissement comparable, *a fortiori* lorsque le régulateur est saisi d'une analyse comparable,

contemporaine et factuelle étoffée des risques d'affaires, financier et réglementaire de sociétés comparables.

234. Il est également vrai que la preuve de circonstances exceptionnelles a été requise par la Régie<sup>325</sup> lorsqu'une entreprise assujettie recherche une modification à son taux de capitalisation présumé.
235. Aucune telle demande n'existe en l'espèce<sup>326</sup>.
236. En effet, en dépit de taux de capitalisation plus robuste d'entreprises comparables, les Demandeurs ont décidé de ne pas demander une modification de ce taux afin de concentrer le débat sur les sujets convenus définissant le cadre de la présente audience au terme de décisions procédurales explicites en ce sens<sup>327</sup>.
237. La Régie n'est donc pas appelée en l'instance à statuer sur les taux de capitalisation des Demandeurs, contrairement aux prétentions ou inférences de certains témoins<sup>328</sup>.
238. Au terme d'une période de plus de 10 ans, les Demandeurs ont eu recours à des experts pour colliger, analyser et présenter l'ensemble des éléments requis pour permettre à la Régie d'exercer sa discrétion en conformité avec la LRÉ, les principes réglementaires dégagés de ses décisions antérieures et les meilleures pratiques de l'industrie<sup>329</sup>.
239. Le critère de l'investissement comparable et le principe du coût d'opportunité de l'investisseur sont au cœur de ce cadre juridique. En l'absence de toute demande relative au taux de capitalisation, les Demandeurs soumettent que la preuve présentée en matière de risque est complète et hautement probante pour appuyer leur demande concernant le taux de rendement des capitaux propres.

#### **e) Des résultats de l'analyse de risques**

240. L'analyse comparative de risques de Concentric a ciblé huit facteurs de risques déterminants et propres aux environnements économiques, financiers et réglementaires à l'intérieur desquels évoluent les entreprises réglementées formant les groupes de références retenus<sup>330</sup>.
241. Cette analyse permet de conclure ce qui suit :
  - a) Les économies du Canada et des États-Unis sont hautement intégrées et démontrent une grande corrélation pour ce qui est des indicateurs importants comme la croissance du PIB, les prix à la consommation, les taux d'intérêts, les rendements des marchés en général et les rendements aux investisseurs dans les entreprises de services publics<sup>331</sup>. À titre illustratif, il importe de noter qu'un écart de seulement 12 points de base sépare le taux des obligations de long terme de cote A des entreprises de services publics du Canada et des États-Unis<sup>332</sup> et que ces taux sont plus significatifs pour les investisseurs<sup>333</sup>;
  - b) Un investisseur raisonnable n'exigerait pas un rendement des capitaux propres différent de HQD ou HQT de celui des entreprises de services d'électricité américaines qui sont autrement comparables<sup>334</sup>, une conclusion qui trouve appuie dans le rapport Moody de septembre 2013;

- c) La seule différence notable par rapport au risque commercial est que certaines sociétés canadiennes et américaines du groupe de référence possèdent un réseau de production réglementé<sup>335</sup>. Cependant, ce risque est plus que compensé par le plus grand risque financier de HQD et de HQT par rapport aux groupes de référence canadiens et américains<sup>336</sup>;
- d) Il est approprié d'utiliser les entreprises de services publics canadiennes et les entreprises de services d'électricité américaines pour estimer le rendement des capitaux propres requis pour HQD et HQT;
- e) Les sociétés d'électricité en exploitation du groupe de référence américain ont été en mesure de générer leur rendement autorisé, ce qui suggère qu'elles exercent leurs activités dans un contexte réglementaire qui permet un recouvrement rapide des coûts et d'avoir la possibilité de générer un rendement juste<sup>337</sup>;
- f) Les Demandeurs jouissent de protections réglementaires semblables à celles des sociétés des groupes de représentation canadiens et américains par rapport aux catégories de coûts précises qui tendent à fluctuer grandement d'année en année, qui sont de nature importante et qui échappent au contrôle de la direction des entreprises de services publics<sup>338</sup>;
- g) Les Demandeurs ont un risque plus élevé lié à un recouvrement des coûts en raison d'une tempête que la majorité des sociétés en exploitation du groupe de référence américain, mais elles sont davantage protégées contre les fluctuations des dépenses liées aux régimes de retraite<sup>339</sup>.
242. Enfin, et tel qu'amplement démontré lors du témoignage de M. Coyne<sup>340</sup>, une différence fondamentale existe dans la qualité des analyses proposées par Concentric et les commentaires présentés par les témoins de l'AQCIE-CIFQ.
243. En effet, alors que Concentric a fondé son analyse sur l'examen des attributs et risques des entreprises réglementées opérantes<sup>341</sup> au sein de sociétés de portefeuille, d'importants pans des représentations faites par le témoin Booth sont fondés sur des données propres à des sociétés de portefeuille, soit une approche spécifiquement rejetée par la Régie dans ses décisions antérieures<sup>342</sup>.

## 5. Le résultat de l'application du modèle d'AFM

244. Le témoin Coyne arrive aux résultats suivants pour le modèle d'AFM :

Données moyennes de marché par horizon de temps	Constant Growth <sup>343</sup>	Sustainable Growth <sup>344</sup>	Multi-Stage <sup>345</sup>	Moyenne
<b>Canada</b>				
30 jours	11,83%	N/A	9,04%	10,445
90 jours	11,93%	N/A	9,17%	10,55%
180 jours	11,99%	N/A	9,24%	10,62%
Moyenne	11,92%		9,15%	10,54%
Frais d'émission	0,30%		0,30%	0,30%

<b>Taux de rendement moyen</b>	<b>12,22%</b>		<b>9,45%</b>	<b>10,84%</b>
<b>États-Unis</b>				
30 jours	9,23%	8,85%	9,08%	9,05%
90 jours	9,34%	8,96%	9,20%	9,16%
180 jours	9,27%	8,90%	9,13%	9,10%
Moyenne	9,28%	8,90%	9,14%	9,11%
Frais d'émission	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
<b>Taux de rendement moyen</b>	<b>9,58%</b>	<b>9,20%</b>	<b>9,44%</b>	<b>9,41%</b>

245. Ces résultats tiennent compte d'une correction présentée par Concentric dans la réponse R 3.1 de la pièce B-0020. Cette correction, visant la prévision de SNL sur le taux de croissance de Valener, a eu pour conséquence de modifier légèrement à la hausse la moyenne du groupe des comparables canadien pour les variantes « *Constant Growth et Multi-Stage* »<sup>346</sup>.
246. Toutefois, cette correction n'a aucun impact sur la recommandation de l'expert pour un taux de rendement des capitaux propres de 9,2 % basée principalement sur le modèle d'AFM appliqué au groupe de comparables américain<sup>347</sup>.

## **6. Critique de la méthodologie d'application du modèle d'AFM produit par l'expert Booth**

247. Le témoin Booth propose comme résultat du modèle d'AFM une fourchette de taux de rendement pour l'ensemble du marché canadien des capitaux propres variant entre 9,23 % et 9,85 %.
248. Il produit également, à partir d'un échantillon de six distributeurs gaziers américains à faibles risques, un taux de rendement des capitaux propres de 9,08%<sup>348</sup>.
249. Lors de l'étude de cette preuve, la Régie pourra noter les éléments suivants :
- a) La source des données relatives à l'évaluation de son modèle d'AFM n'est pas spécifiée et provient de l'extraction d'une seule journée<sup>349</sup>.
  - b) Le modèle d'AFM est évalué à partir d'un groupe de six entreprises de distribution de gaz naturel dont aucune n'a fait l'objet d'une sélection particulière en terme de risque<sup>350</sup>.
  - c) Bien qu'il reconnaisse que la BCUC utilise le modèle d'AFM et trouve approprié les estimations de ce modèle provenant de la variante à taux de croissance multiples<sup>351</sup>, ce dernier n'utilise que la variante à taux de croissance constant<sup>352</sup>.
  - d) Des frais d'émission sont omis dans l'estimation de son modèle<sup>353</sup> mais le témoin Booth admet en contre-interrogatoire qu'il devrait être ajouté, pour un rendement total de 9,58 %, soit quelques 200 points au-delà du résultat de son MÉAF de 7,5 % qui est pourtant retenu comme recommandation.

## **G. LA SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE L'APPLICATION DU MÉAF ET DE L'AFM**

250. Les résultats de l'application du MÉAF et de l'AFM apparaissent aux tableaux de l'annexe A.
251. Le témoin Coyne est d'avis qu'une plus grande importance doit être accordée au modèle AFM et au groupe de référence américain, en raison des conditions actuelles du marché<sup>354</sup>.
252. La moyenne des résultats de l'AFM pour le groupe de référence américain donne une fourchette relativement étroite de 9,20 % à 9,58 %, avec une moyenne de 9,41 %.
253. L'AFM pour le groupe de référence canadien donne une fourchette de 9,45 % à 12,22 %, avec une moyenne de 10,84 %.
254. En accordant plus d'importance aux résultats analytiques obtenus avec l'application de l'AFM aux entreprises américaines de référence et en choisissant la tranche inférieure de la fourchette en raison des résultats du MÉAF et du risque lié à la faible présence de production et ce, même si aucun ajustement pour un risque financier plus élevé n'a été effectué<sup>355</sup>, le coût estimatif des capitaux propres pour HQD et HQT est de 9,2 %.
255. Les Demandeurs ont accepté cette recommandation de Concentric et demandent à la Régie de leur permettre un rendement raisonnable des capitaux propres de 9,2 %<sup>356</sup>.
256. Enfin, concernant les recommandations de certains intervenants en matière de rendement, les Demandeurs précisent ce qui suit :
257. La suggestion du RNCREQ de conserver la « *méthodologie déjà approuvée et utilisée depuis plusieurs années* »<sup>357</sup>, soit la formule d'ajustement implicite, se heurte à une preuve d'expert unanime à l'effet que cette formule est déficiente et que son application résulte en des taux de rendement déraisonnablement bas. Cette proposition du RNCREQ est donc irrecevable.
258. La demande d'Union des consommateurs de réduire de 3,40 % le rendement autrement raisonnable de 9,2 %<sup>358</sup> recherché par les Demandeurs procède d'une lecture erronée des principes réglementaires applicables.
259. En effet, les décisions évoquées par son représentant<sup>359</sup> n'introduisent pas un quatrième critère à la norme du rendement raisonnable et un tel critère n'existe pas en droit canadien.
260. De plus, cet intervenant semble ne pas distinguer entre, d'une part, les décisions de l'entreprise réglementée dans le cours normal de ses affaires et, d'autre part, les politiques ou stratégies industrielles d'un gouvernement.
261. Si Union des consommateurs est en désaccord avec les politiques de son gouvernement, ce désaccord n'est pas pour autant pertinent à l'exercice tarifaire tenu sous l'égide de l'article 49 LRÉ, ni pertinent à la détermination d'un rendement raisonnable suivant les principes réglementaires applicables.

262. La détermination d'un rendement raisonnable doit se faire en conformité avec le principe de l'indépendance financière, de la norme du rendement raisonnable et de la preuve administrée à l'audience. Elle ne peut légalement faire place à une mesure dont l'objet semble être de sanctionner l'entreprise réglementée parce qu'elle se conforme au cadre réglementaire à l'intérieur duquel elle évolue.

### III- L'OPPORTUNITÉ D'UNE FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE

#### A. COMMENTAIRES INTRODUCTIFS

263. Bien que la Régie n'ait jamais approuvé explicitement une formule d'ajustement automatique pour les Demandeurs, l'actualisation du taux de rendement de leurs capitaux propres s'est effectuée sur la base d'une formule implicite.
264. En effet, suite à l'établissement d'une prime de risque implicite fixe de 3,40 % pour HQD<sup>360</sup> et de 3,28 % pour HQT<sup>361</sup>, les Demandeurs ont, au fil de leurs demandes tarifaires, continué à effectuer le calcul du taux de rendement des capitaux propres en ajoutant à leur prime de risque fixe respective la prévision du taux sans risque établi sur la base des données provenant la publication du *Consensus Forecasts*<sup>362</sup>. L'actualisation périodique du taux sans risque menait *de facto* à la mise en œuvre d'une formule d'ajustement implicite.
265. Or, au terme d'une période excédant maintenant 10 ans, la Régie est de nouveau appelée à déterminer un taux de rendement qui soit raisonnable au sens de l'article 49 LRÉ, et précisait dans ce cadre que la mise-à-jour ou l'ajustement de ce taux constituait une question devant être examinée en l'instance<sup>363</sup>.
266. À ce sujet, rappelons que la finalité de l'exercice réglementaire dictée par l'article 49 LRÉ, soit la détermination d'un rendement raisonnable, doit nécessairement primer sur la méthodologie utilisée, quelle qu'elle soit, qu'il s'agisse de l'application d'une formule d'ajustement automatique ou du recours à une méthode d'évaluation analytique ou empirique. Les enseignements de la Cour suprême du Canada sont sans équivoque en cette matière car c'est le résultat qui compte, non pas la méthode utilisée<sup>364</sup>.
267. Ainsi, la question qui se pose véritablement est de juger de l'approche réglementaire optimale à ce stade pour assurer la détermination d'un rendement raisonnable en regard des principes et normes applicables et de l'environnement prévisible à l'intérieur duquel les Demandeurs évoluent.
268. Pour les motifs énoncés ci-après, les Demandeurs soumettent que l'adoption d'une formule d'ajustement automatique est prématurée dans les circonstances et que la Régie est fondée :
- a) de rejeter la Formule d'ajustement implicite;
  - b) de reporter l'examen d'une nouvelle formule d'ajustement automatique du rendement des capitaux propres;
  - c) de reconnaître le droit des Demandeurs de rechercher périodiquement une mise-à-jour de leur taux de rendement des capitaux propres, sujet, à terme, à un

nouvel examen de l'opportunité d'adopter une formule d'ajustement automatique lorsque les circonstances le permettront.

## **B. LE REJET DE LA FORMULE D'AJUSTEMENT IMPLICITE**

269. La formule d'ajustement implicite est déficiente dans sa conception et son application résulte en des rendements déraisonnables pour l'année 2014, en l'occurrence 6,126 % pour le Transporteur et 6,250 % pour le Distributeur<sup>365</sup>, en contravention de la norme du rendement raisonnable.
270. Ce diagnostic fait consensus selon la preuve d'expert reçue<sup>366</sup>.
271. De plus, la Régie et d'autres régulateurs canadiens ont à maintes reprises reconnu la nécessité de développer de nouvelles formules pour y inclure, notamment, un terme lié aux variations d'écart entre le taux de rendement des obligations du gouvernement de long terme et des obligations de sociétés règlementées de cote A avec, pour ce nouveau terme, un facteur d'élasticité de 0,50<sup>367</sup>.
272. Il en est ainsi au Québec depuis 2010<sup>368</sup>, en Ontario depuis 2009<sup>369</sup>, en Colombie-Britannique depuis 2013<sup>370</sup>, et en Alberta<sup>371</sup>.
273. Bien que les formules adoptées par ces régulateurs canadiens présentent certaines variantes et que leur application ait été, pour certaines, suspendue ou reportée dans les circonstances plus amplement décrites dans ces décisions, toutes ces nouvelles formules témoignent des carences grevant une formule d'ajustement, telle la Formule d'ajustement implicite, fondée uniquement sur des variations du taux sans risque et un facteur d'élasticité de 1.

## **C. LE REPORT D'UNE FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE**

274. Les décisions récentes de la Régie et d'autres régulateurs canadiens révèlent les difficultés inhérentes à l'application de formules d'ajustement automatique dans l'environnement économique et financier prévalant encore aujourd'hui suite à une série de crises et de politiques financières, économiques et monétaires.
275. Ce sont ces difficultés qui ont convaincu les régulateurs de suspendre l'application de formules dans le respect de leur devoir d'établir un rendement raisonnable des capitaux propres d'entreprises sous juridiction.
276. À titre illustratif, en juillet 2013, la Régie suspendait, pour l'année témoin 2014, l'application de la formule d'ajustement de Gazifère adoptée en novembre 2010<sup>372</sup>, jugeant qu'elle ne permettait pas de satisfaire à la norme du rendement raisonnable<sup>373</sup>.
277. Cette décision s'inscrivait dans la foulée des décisions D-2013-036 et D-2013-085 suspendant l'application de la formule d'ajustement applicable à Gaz Métro adoptée en novembre 2011<sup>374</sup>, d'abord pour l'année 2013, puis pour l'année 2014, en raison de l'impact de la baisse du taux sans risque prévisionnel sur le résultat de l'application de cette formule et du rendement déraisonnable en résultant.

278. D'autres régulateurs canadiens ont agi de la même façon, en procédant à la suspension de formules ou à la détermination de taux de rendement génériques ou intérimaires pour les années tarifaires 2011 à 2015<sup>375</sup>.
279. Ces suspensions appuient la recommandation formulée par le témoin Coyne de reporter l'adoption d'une nouvelle formule au terme d'un examen minutieux de l'environnement financier et économique à l'intérieur duquel œuvrent les sociétés réglementées canadiennes<sup>376</sup>.
280. Cet environnement, toujours sous l'influence de politiques monétaires et de conditions de marché volatiles, demeure grevé d'importantes variations d'écarts de crédit<sup>377</sup> et de taux obligataires bas qui militent pour le report de l'adoption de nouvelles formules jusqu'à ce que cet environnement se stabilise à l'intérieur de bornes plus normales suivant une perspective historique<sup>378</sup>.

Given that this case represents a fresh start for HQD and HQT in terms of setting allowed ROE outside of the previous formula, and most would agree that capital markets remain influenced by abnormally low bond yields, Concentric recommends the Régie establish ROE through periodic rate hearings and not adopt a formulaic approach at this time. When market conditions change, the parties will have the opportunity to present fresh evidence that may not be captured in a formula. Ultimately, Concentric prefers this approach because it substantially improves the likelihood that the resulting ROE will more closely track required returns for utility investors and satisfy the Fair Return Standard.

281. Ce report est aussi justifié au terme d'une période de 10 ans d'ajustements automatiques devenus déraisonnables et à l'aube d'une nouvelle période toujours marquée par des conditions économiques et financières hors normes<sup>379</sup>.

#### **D. L’AFFIRMATION DU DROIT DE SE PRÉSENTER PÉRIODIQUEMENT**

Periodic rate hearings remain the most reliable method for determination of utility's ROEs.<sup>380</sup>

282. Cette conclusion résume bien la position des Demandeurs, dont le droit d'obtenir un rendement raisonnable au sens de l'article 49 LRÉ, tout comme leur droit d'être entendus à ce sujet, militent pour la tenue d'audience régulière sujet, à terme, à une réévaluation de la procédure optimale pour déterminer un rendement raisonnable.
283. Les Demandeurs sont informés des avantages habituellement recherchés par le recours à une formule d'ajustement automatique, qu'il s'agisse d'allègement du processus réglementaire, d'économie de ressources, d'efficacité ou de transparence.
284. Ils sont conscients et soucieux de ces objectifs d'efficacité et d'économie, mais ces avantages ne peuvent en soi justifier l'adoption d'une formule à un moment inopportun, ou porter atteinte à leur droit de rechercher un rendement raisonnable de leurs capitaux propres lorsque les circonstances le justifient.
285. Pour les mêmes raisons que celles énoncées aux paragraphes précédents, l'alternative d'un rendement fixe de 8,25 % pour une période indéterminée<sup>381</sup> ne peut être



considérée. Outre l'absence de justification pour ce taux somme toute arbitraire et l'irrecevabilité d'un taux « *for the indefinite future* »<sup>382</sup>, l'adoption d'une formule à « taux fixe » paraît incompatible avec la notion même d'un rendement raisonnable dans l'environnement évolutif décrit précédemment.

#### **IV- MODALITÉS DE MISE À JOUR DU COÛT DE LA DETTE ET DU COÛT DU CAPITAL PROSPECTIF**

286. Dans des décisions récentes, la Régie indiquait que les prévisions des composantes du coût de la dette et du coût du capital prospectif devaient s'appuyer sur des données plus récentes<sup>383</sup>.
287. Les Demandeurs proposent donc d'effectuer une mise à jour des composantes du coût moyen de la dette en reflétant les impacts des variations de taux et de volume sur le numérateur et le dénominateur<sup>384</sup>.
288. Comme Hydro-Québec réalise son financement et gère sa dette de façon intégrée, ce qui procure un coût moyen de la dette identique pour les deux divisions réglementées, les Demandeurs proposent que leurs mises à jour du coût de la dette soient établies au même moment, soit en décembre à chaque année.
289. Ainsi, une mise à jour simultanée leur permettrait de présenter le même coût révisé, sachant qu'ils obtiendront par la suite le même coût de dette réel. De plus, effectuer la mise à jour à une seule date permet d'en simplifier le processus.
290. Bien qu'une mise-à-jour du coût de la dette en janvier de chaque année pourrait être envisagée en théorie, elle peut s'avérer moins pertinente en pratique, notamment considérant (1) la faible variation envisagée durant une si courte période et (2) le moment où la Régie rend ses décisions pour les tarifs finaux des Demandeurs<sup>385</sup>.
291. Pour le coût en capital prospectif, le Transporteur et le Distributeur proposent aussi<sup>386</sup> de mettre à jour les taux de financement à court et long termes pour le calcul du taux prospectif de la dette en décembre de chaque année.
292. Ces propositions répondent aux demandes de la Régie, sont bien fondées et ne sont pas contestées en l'espèce.

#### **V- LE MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT**

##### **A. COMMENTAIRES INTRODUCTIFS**

293. L'adoption du MTÉR donne effet à la demande de la Régie formulée dans sa décision D-2013-037 du 12 mars 2013<sup>387</sup> et s'inscrit dans la foulée des dossiers R-3777-2011<sup>388</sup> et R-3814-2012<sup>389</sup>. Son ajout au régime réglementaire applicable au domaine de l'électricité permet également de satisfaire l'exigence introduite par la *Loi concernant principalement la mise en œuvre de certaines dispositions du discours du budget du 20 novembre 2012 (Loi 16)* d'établir un mécanisme de réglementation incitative et, en particulier, de répondre aux objectifs décrits au nouvel article 48.1 LRÉ<sup>390</sup>.

294. Les Demandeurs proposent un MTÉR juste et raisonnable qui répond pleinement aux demandes antérieures de la Régie en ce qu'il :
- a) assure un partage équitable, entre les Demandeurs et leurs clients, des écarts positifs entre le rendement autorisé et réalisé;
  - b) maintient un incitatif à la réduction des coûts ainsi qu'à l'efficience de la gestion opérationnelle des Demandeurs; et
  - c) introduit un mécanisme d'application simple, en accord avec le concept d'allègement réglementaire<sup>391</sup>.
295. Aux fins de concevoir un MTÉR approprié permettant de rencontrer les critères et objectifs applicables à ce type de mécanisme, les Demandeurs ont retenu les services de l'expert Robert C. Yardley de la firme Concentric Energy Advisors Inc. et accepté ses recommandations pour l'adoption des éléments suivants :
- a) une zone sans partage de 50 points de base au-delà du taux de rendement autorisé pour le Transporteur et de 100 points de base au-delà du taux de rendement autorisé pour le Distributeur;
  - b) un partage à parts égales des écarts favorables excédant la zone sans partage entre les Demandeurs et leurs clients respectifs; et
  - c) la responsabilité entière du Transporteur et du Distributeur pour les écarts inférieurs au taux de rendement autorisé<sup>392</sup>.
296. Le MTÉR proposé présuppose un redressement préalable du TRCP des Demandeurs à un niveau raisonnable<sup>393</sup>.
297. Il présuppose également le maintien des comptes d'écarts existants, mis en place par la Régie suite à un « *examen exhaustif des avantages et désavantages de chacun* »<sup>394</sup>.
298. Enfin, le MTÉR proposé s'ajoute au cadre réglementaire actuel. Il deviendra assujéti aux articles 48, 49, 51 et 52 LRÉ et permettra de répondre à l'exigence juridique prévue à l'article 48.1 LRÉ.
299. Plusieurs intervenants ont proposé des mesures très différentes les unes des autres, et parfois même contradictoires. Les Demandeurs soumettent que plusieurs propositions formulées ne reposent sur aucune analyse sérieuse ni probante, ou encore se fondent sur des prémisses erronées. Toutefois, elles ont comme dénominateur commun la recherche d'un partage le plus favorable possible, le plus rapidement possible, sans égard aux impacts à court et à long termes sur les différentes parties, y compris celles qu'ils représentent<sup>395</sup>. Ces propositions seront abordées plus en détails ci-dessous.

## **B. LES CRITÈRES ET OBJECTIFS PERTINENTS À L'ÉLABORATION D'UN MTÉR POUR LES DEMANDEURS**

300. Un MTÉR est un instrument réglementaire visant à assurer le partage entre l'entreprise réglementée et ses clients de l'écart entre le rendement autorisé et celui réalisé selon une formule établie<sup>396</sup>.

301. Cet instrument doit être conçu afin de rencontrer les objectifs suivants<sup>397</sup> :
- a) limiter la variation d'écart de rendement, notamment les écarts positifs en prévoyant leur partage (« *upside earnings* »); et
  - b) maintenir un incitatif adéquat à l'efficacité et à la réduction des coûts.
302. Il doit également permettre un partage équitable de l'écart de rendement de manière équilibrée entre les Demandeurs et leur clientèle sans alourdir les processus réglementaires<sup>398</sup>.
303. Le seul autre expert entendu sur la question du MTÉR, M. Paul Centolella pour la FCEI, tente d'introduire un tout autre objectif au MTÉR, soit de traiter une prétendue asymétrie d'informations dans l'établissement des prévisions contenues aux revenus requis des Demandeurs, présumant même qu'une telle asymétrie existe, ce qui n'est pas en preuve<sup>399</sup>.
304. Un tel « *re-purposing*<sup>400</sup> » est sans fondement et détourne le MTÉR de sa finalité, comme le confirme le témoin Yardley<sup>401</sup>.
305. D'ailleurs, lorsque questionné à ce sujet, le témoin Centolella s'est avéré incapable de fournir un seul précédent au soutien d'un tel objectif et n'aura retracé que des autorités évoquant l'existence d'une asymétrie d'ordre informationnelle, dans des circonstances étrangères en l'instance<sup>402</sup>.
306. Cette faille dans l'analyse du témoin Centolella, combinée à sa présomption erronée à l'effet que le MTÉR en l'espèce ne constitue qu'une mesure temporaire et transitoire d'un an<sup>403</sup>, sont déterminantes et expliquent en grande partie les différences entre sa proposition et celle des Demandeurs, tel que détaillé ci-dessous.

### **1. Une limite aux écarts de rendement favorables conservés par l'entreprise**

307. En présence de variations plus importantes, le MTÉR permet de limiter la part de l'écart entre le rendement autorisé et le rendement réalisé dans une année en effectuant un partage avec les clients<sup>404</sup>. Il doit être conçu pour mener à des résultats équitables quelle que soit la conjoncture future. Ceci ne requiert toutefois pas de partager tout écart positif à compter du premier dollar d'excédent, au contraire.
308. Le MTÉR proposé par les Demandeurs prévoit le partage d'une part importante de tout écart de rendement positif au-delà d'une zone sans partage modeste avec leur clientèle<sup>405</sup>. Son application aura donc comme impact direct d'atténuer raisonnablement la part des écarts conservés par les Demandeurs, comparativement à la situation actuelle où les Demandeurs conservent la totalité de l'écart positif constaté.
309. L'atteinte de cet objectif est indépendante des questions liées à la justesse des prévisions et à l'origine des écarts<sup>406</sup>.
310. À cet égard, les Demandeurs soumettent que les allégations de certains intervenants quant à l'origine et la nature des écarts réalisés dans les récentes années et quant à la

présomption de certains que ces écarts vont forcément demeurer dans le futur sont sans fondement<sup>407</sup>.

311. La preuve des intervenants sur ces questions n'est pas pertinente à l'établissement des modalités du MTÉR. Si ces questions ont pu inciter la Régie et les intervenants à inviter les Demandeurs à proposer un MTÉR, c'est maintenant chose faite<sup>408</sup>. L'objet du présent dossier est de déterminer les modalités du MTÉR à adopter, et non de faire le procès des prévisions qui, par ailleurs, font l'objet d'amélioration continue<sup>409</sup> dans le cadre des différents dossiers tarifaires des Demandeurs<sup>410</sup>.

## **2. Le maintien d'un incitatif adéquat à l'efficience**

312. Il est reconnu dans l'industrie que l'implantation d'un MTÉR aura, en soi, l'effet de réduire l'incitatif qu'a une entreprise réglementée à diminuer ses coûts et à réaliser des gains d'efficience<sup>411</sup> puisqu'en l'absence d'un tel mécanisme, cette entreprise conserve la totalité de l'écart constaté, y compris les gains d'efficience non anticipés. Une telle situation procure à l'entreprise un incitatif puissant à battre ses prévisions, réaliser des gains d'efficience et réduire ses coûts<sup>412</sup>.
313. Tel que confirmé par le témoin Yardley à l'audience, une partie des écarts favorables constatés par les Demandeurs au cours des dernières années résulte de l'existence d'un tel incitatif et d'une gestion dynamique<sup>413</sup>. Par ailleurs, la tenue de causes tarifaires annuelles peut contribuer à réduire cet incitatif et doit aussi être prise en compte dans l'élaboration du MTÉR approprié<sup>414</sup>.
314. Il importe donc d'inclure au MTÉR des mesures efficaces et concrètes afin de compenser les effets à la baisse sur cet incitatif<sup>415</sup>, et de le maintenir à un niveau significatif (« *meaningful* »)<sup>416</sup>. Ces mesures incluent une zone sans partage et une clé de répartition adéquate des excédents supérieurs<sup>417</sup>.
315. En effet, tous reconnaissent que les réductions de coûts et les gains d'efficience sont au bénéfice de l'entreprise réglementée et de sa clientèle et qu'ils doivent être valorisés<sup>418</sup>. Le témoin Centolella confirme d'ailleurs l'importance que le MTÉR retenu permette à la Régie de transmettre ce « signal » ou « message »<sup>419</sup>.
316. Le maintien d'un tel incitatif est également nécessaire afin d'assurer que les investissements requis à court terme pour générer des effets bénéfiques à plus long terme soient favorisés et réalisés<sup>420</sup>.
317. Par ailleurs, cette nécessité d'assurer la réalisation de gains d'efficience et de réduire les coûts au bénéfice à la fois des clients et des Demandeurs est désormais requise spécifiquement par la LRE<sup>421</sup>.

## **3. Le partage équitable des écarts de rendement**

318. Le MTÉR doit assurer un partage équitable des écarts de rendement entre les Demandeurs et leur clientèle, de manière équilibrée, tant à court qu'à long termes, quelle que soit la conjoncture future<sup>422</sup>.
319. Afin d'atteindre cet équilibre, le MTÉR doit :

- a) permettre une juste répartition des écarts favorables découlant notamment d'efforts de réduction de coûts et de gains d'efficacité non anticipés, au-delà des gains d'efficacité déjà planifiés et déjà incorporés aux revenus requis et ceux résultant des écarts de prévisions;
- b) tenir compte du fait que les Demandeurs assument seuls les risques de tout écart négatif;
- c) tout en assurant le maintien d'un incitatif significatif à la réalisation de gains d'efficacité et de réduction de coûts.

#### **4. L'allègement réglementaire**

320. L'implantation d'un MTÉR ne doit pas avoir pour effet d'alourdir inutilement les processus réglementaires déjà existants<sup>423</sup>. La Régie a d'ailleurs réitéré à de multiples occasions son souci d'alléger le processus réglementaire<sup>424</sup> et la proposition des Demandeurs satisfait à cette attente pour les raisons suivantes :

- a) l'asymétrie proposée permet d'éviter tout débat quant aux décisions de gestion dans les situations où les écarts sont négatifs<sup>425</sup>;
- b) le traitement global de l'écart constaté, sans distinction entre les facteurs qui y ont contribué, qu'ils soient ou non sous contrôle des divisions réglementées, ne requiert pas un examen *a posteriori* de l'origine des variations positives pour en effectuer le partage en fonction des paramètres retenus<sup>426</sup>; et
- c) la simplicité du mécanisme en permet l'administration à l'intérieur des processus réglementaires existants, soit, pour la présentation des écarts, lors du dépôt du rapport annuel de chacun des Demandeurs et, pour sa disposition, dans le cadre de leurs demandes tarifaires respectives<sup>427</sup>.

### **C. LES ÉLÉMENTS DU MTÉR PROPOSÉ ET LEUR BIEN FONDÉ**

321. Le MTÉR proposé inclut des éléments appropriés afin de rencontrer les objectifs recherchés à court et à long termes. Ces éléments sont reconnus et courants dans l'industrie et ont fait leur preuve, notamment auprès d'autres entreprises réglementées comparables.

322. Le MTÉR proposé n'a pas été conçu comme une mesure temporaire et transitoire mais plutôt comme un complément permanent aux mesures actuellement en place, s'harmonisant avec le cadre réglementaire existant<sup>428</sup>. Il se fonde sur une analyse détaillée des normes, des pratiques et de l'expérience acquise dans l'industrie tout en tenant compte des circonstances particulières des Demandeurs.

#### **1. La détermination préalable d'un rendement raisonnable des capitaux propres**

323. Tel que détaillé ci-dessus, la proposition de MTÉR est présentée conjointement avec la demande du Transporteur et du Distributeur de procéder au redressement de leur taux

de rendement des capitaux propres à un niveau approprié et raisonnable, soit un niveau comparable à celui d'entreprises de risques similaires, équivalent à 9,2 %<sup>429</sup>.

324. La proposition de MTÉR présume d'un tel redressement par la Régie, conformément à la preuve d'experts présentée par les Demandeurs.

325. Le témoin Yardley confirme le bien-fondé d'une telle présomption :

The design of an ESM implicitly assumes that the authorized ROE has already been established at the appropriate level based on the applicable regulatory and legal requirements. Thus, once the authorized ROE is established at the appropriate level, the ESM is structured to provide for sharing around the authorized ROE.<sup>430</sup>

326. En plus de cette présomption, le choix des éléments à y être inclus, notamment la clé de répartition des écarts, constitue un exercice différent et distinct de la fixation du taux de rendement raisonnable<sup>431</sup>.

327. Le MTÉR ne doit pas être utilisé comme un outil permettant aux Demandeurs d'atteindre un taux de rendement raisonnable :

Failure to set the authorized ROE at a fair level as an initial matter will result in a different and less transparent sharing of earnings between customers and the utility.

Consider the circumstance in which the authorized ROE is established at 100 basis points below its fair value and the ESM has a  $\pm$  100 basis point deadband around the authorized ROE. The purpose of the deadband is to account for the normal ebb and flow of the business and provide an opportunity for the utility to retain efficiency gains that are in excess of the authorized ROE. However, in this circumstance, the utility would need to generate efficiency gains to merely earn its appropriate ROE (over and above any efficiency gains that have already been reflected in the cost of service) and then would immediately share in any earnings in excess of the fair ROE level.<sup>432</sup>

328. Il ne saurait non plus être question, comme le suggère OC, de concevoir un MTÉR différent afin de « compenser » les clients pour la fixation d'un taux de rendement raisonnable supérieur au taux de rendement actuel établi sur la base d'une formule d'ajustement inappropriée<sup>433</sup>.

329. En effet, lorsque la Régie fixe des tarifs justes et raisonnables conformément à la LRÉ, elle y inclut le taux de rendement raisonnable qu'elle a établi, conformément aux articles 32 et 49(3) et 51 LRÉ<sup>434</sup>.

330. Permettre à la Régie de « compenser » la clientèle après coup pour sa décision quant à la fixation d'un taux de rendement raisonnable serait en contradiction directe avec sa décision quant au caractère juste et raisonnable des tarifs, tel qu'établi dans le cadre des demandes tarifaires des Demandeurs. La proposition d'OC ne repose sur aucun précédent et elle est mal fondée<sup>435</sup>.

## 2. Un MTÉR asymétrique

331. Le MTÉR proposé modifie la symétrie actuelle en prévoyant le partage des écarts positifs avec la clientèle tout en continuant de prévoir que les Demandeurs assument le risque d'écarts négatifs.
332. Cette asymétrie doit être prise en compte dans la conception d'un MTÉR approprié, équilibré et proposé pour fins d'application à long terme<sup>436</sup>.
333. Contrairement aux positions de certains intervenants fondées sur des données limitées volontairement dans le temps<sup>437</sup>, il importe de rappeler que le risque d'écarts négatifs s'est matérialisé dans un passé relativement récent (2004, 2006 et 2007 pour le Transporteur, et 2004, 2005 et 2006 pour le Distributeur<sup>438</sup>) et que les Demandeurs demeurent à risque dans le futur<sup>439</sup>.
334. La seule proposition au dossier qui tienne compte de ce risque est celle des Demandeurs, notamment par l'inclusion d'une zone sans partage modeste<sup>440</sup> et d'une clé de répartition adéquate des excédents supérieurs.

### a) La zone sans partage

335. L'inclusion d'une zone sans partage au MTÉR en l'espèce est essentielle (« *critically important* »)<sup>441</sup> pour les raisons suivantes :
- a) Elle maintient une marge de manœuvre permettant aux Demandeurs de faire face à la fluctuation normale de leurs activités (« *normal ebb and flow* »)<sup>442</sup>.
  - b) Elle constitue un incitatif significatif (« *meaningful* »)<sup>443</sup> à la réalisation de gains d'efficacité et de réduction de coûts permettant de compenser les désincitatifs créés par :
    - i) la transition d'une situation où les Demandeurs conservent la totalité des écarts positifs vers une situation où un MTÉR est appliqué<sup>444</sup>; et
    - ii) le processus réglementaire prévoyant des demandes tarifaires annuelles<sup>445</sup>.
  - c) Elle permet de transmettre le bon « signal » ou « message » dans l'entreprise à l'effet que la réalisation de gains d'efficacité et la réduction des coûts sont valorisées<sup>446</sup>.
  - d) Elle compense le caractère asymétrique du MTÉR par l'attribution d'une part équitable et équilibrée de tout écart positif aux Demandeurs<sup>447</sup>.
336. Au-delà de la bonne volonté et de la bonne gestion des Demandeurs, il est primordial que la Régie s'assure, lorsqu'elle adopte un nouvel outil réglementaire, que ce dernier envoie les bons signaux dans l'entreprise<sup>448</sup>.

Effectivement, je pense qu'il y a déjà des attentes, que ce soient les attentes de l'actionnaire, de la société, de la Régie et des intervenants, les attentes sont grandes à l'égard d'Hydro-

Québec pour une performance. Et comme je le mentionnais tout à l'heure, je pense que le défi qu'on a, c'est qu'on est aujourd'hui en train de décider d'un nouvel outil règlementaire et l'objectif est de s'assurer que ce nouvel outil règlementaire-là fournit les bons incitatifs au-delà des incitatifs qui peuvent déjà exister dans le système.

337. L'efficacité d'une zone sans partage pour ce faire est reconnue<sup>449</sup> :

The utility retains 100 % of efficiency gains as long as earnings fall within the deadband. The ability to retain 100 % of efficiency gains, even if capped, provides management with the incentive to aggressively pursue opportunities to operate more efficiently. This will increase the likelihood and amount of customer sharing under the formula, and contribute to efficiencies that continue after rates are rebased. Management will not know until after the year is complete whether they are within the deadband or not and will maintain a persistent focus on achieving efficiency gains.<sup>450</sup> [...]

A larger deadband would provide a greater incentive.<sup>451</sup> [nos soulignements]

338. Les zones sans partage proposées sont plus que raisonnables (voire modestes<sup>452</sup>) en comparaison avec les précédents dans l'industrie et se situent dans le bas de la fourchette des zones recommandables par le témoin Yardley en l'espèce<sup>453</sup>.

339. C'est plutôt l'absence de zone sans partage qui constituerait l'exception, tel que le confirme l'analyse effectuée par ce même témoin :

Only two utilities in the Proxy Groups have ESMs with sharing that begins with the first dollar of earnings above the allowed ROE (e.g., no upside deadband). These are Gaz Métro's former and current rate plans, and Public Service Company of Colorado. In the latter case, it is important to note that the ESM was one element of a comprehensive rate case settlement agreement reached among the parties. It is difficult to comment on the appropriateness of a single parameter in a comprehensive settlement that most likely involved trade-offs among several parameters by the parties.<sup>454</sup>

340. C'est pourtant la position prise par le témoin Centolella, qui ne propose pas d'inclure une zone sans partage au MTÉR. Cette position est fondée sur un raisonnement erroné voulant que :

- a) les incitatifs à l'efficience et à la réduction des coûts seraient si faibles qu'une zone sans partage n'y changerait rien, ce qui est vigoureusement contredit par le témoin Yardley<sup>455</sup>;
- b) à tout événement, le MTÉR ne serait que temporaire et transitoire alors que les réels incitatifs se trouveront, selon lui, dans un changement radical de modèle règlementaire<sup>456</sup>;



c) partant, il ne serait pas nécessaire d'adopter un MTÉR équilibré et équitable, peu importe la conjoncture future.

341. En effet, le témoin Centolella conclut à la présence de tous les désincitatifs précités mais choisit plutôt de ne rien faire pour les compenser « pour l'instant »<sup>457</sup>. Sa recommandation découle clairement du fait que le MTÉR qu'il propose a été conçu pour une période temporaire transitoire d'un an, fondée sur sa prémisse présumée de l'adoption prochaine d'un nouveau modèle réglementaire, tel qu'admis à l'audience.

Q.[198] Okay. But I... My question to you is on one side we understand that usually the inclusion of a deadband increases the incentive for efficiency. You look at the situation here, if I understand correctly, you consider that this situation has, per se, a weak, constitutes a weak incentive for efficiency. So your conclusion is to do nothing about it, you're not trying to rebalance this incentive, or to retain or maintain this incentive, you conclude that, "Because it's weak, we will do nothing about it, we will not use this instrument that is used elsewhere", in different contexts, we may agree on that, that has the pur... for which has the impact of increasing this incentive, and you decide, "Because it's weak, I will do nothing about it, and I will not rebalance this incentive."

Mr. PAUL A. CENTOLELLA :

A. Well, actually, quite the opposite, what I would encourage is, I would encourage the Board to look at your performance-based rate-making, which I gather is under its consideration, and multi-year rate plans that would provide much stronger incentives. The question is what to do in this case before that consideration has been concluded, and given the history of over-earnings, I think it's appropriate to adopt a kind of circuit-breaker approach in this case, pending the resolution of these other issues. [nos soulignements]

And I would certainly encourage the Board to be looking at the incentive impacts of the overall framework in trying to improve that, but I don't think, if I balance all of the factors present in this case, given that I'm not changing the incentive structure for this next year, that I can place a significant weight on that relative to the other issues that are at stake. [...]

Q.[200] So, I know, and that's why, when you designed your ESM, the proposed ESM in this case, you took that into consideration, the fact that it was for a year and not to be applied on a permanent basis in the regulatory context we know today?

A. Well, my recommendation and my hope would be that the Régie would consider a different regulatory context going forward. I have not reached any conclusion about the process or whether that process will be completed in the next year or not, I would certainly hope that they would move expeditiously to do so.<sup>458</sup> [nos soulignements]

342. D'ailleurs, le témoin Centolella accorde un poids démesuré à la distinction entre des demandes tarifaires annuelles et des « *multi-year rate plan* » aux fins de la conception de sa proposition de MTÉR<sup>459</sup>. Sa proposition est en fait le reflet d'une moyenne entre les deux seuls précédents qu'il dit avoir identifiés dans un contexte de demandes tarifaires annuelles, dont une décision relative à *Massachusetts Electric Company and Nantucket Electric Company*<sup>460</sup>.
343. Or, il appert que dans cette affaire, l'entreprise réglementée ne fait pas l'objet de demandes tarifaires annuelles, la dernière ayant eu lieu en 2009, ce qui explique peut-être le langage nuancé utilisé par l'expert à son rapport (« *without a commitment to a multi-year rate plan* »)<sup>461</sup>.
344. Cette analyse est trop limitative et mène à des conclusions contestables, considérant notamment que :
- a) les principes réglementaires précités, sous-tendant la conception d'un MTÉR, demeurent pertinents, que les entreprises visées soient assujetties à des « *multi-year rate plan* » ou non;
  - b) le caractère exceptionnel et hors norme d'un MTÉR ne prévoyant pas de zone sans partage n'a pas de lien logique reconnu avec un processus réglementaire de demandes tarifaires annuelles, au contraire<sup>462</sup>.
345. La position du témoin Centolella quant à l'absence d'une zone sans partage est non fondée dans les circonstances du présent dossier pour les raisons suivantes :
- a) Elle ne permet pas d'atteindre un résultat optimal pour la clientèle des Demandeurs à court et à long terme<sup>463</sup>;
  - b) Elle ne vise qu'à « *capture as much variances as possible as soon as possible* »<sup>464</sup>;
  - c) L'inclusion d'une zone sans partage devant demeurer en place pendant un certain nombre d'années permettrait au contraire d'assurer encore mieux le maintien d'incitatifs adéquats :

An understanding that an ESM with a meaningful deadband will remain in place in subsequent years increases the incentive for the utility to pursue efficiency gains that may require an initial investment and/or take a longer period of time for the efficiency benefits to be realized.<sup>465</sup>

346. Le MTÉR proposé prévoit une zone sans partage plus élevée pour le Distributeur que pour le Transporteur<sup>466</sup>.

347. Cette différence vise à assurer un équilibre entre les deux divisions<sup>467</sup>. Elle s'appuie sur une analyse de la structure de coûts des deux entreprises et permet de refléter la plus grande sensibilité du rendement du Distributeur aux variations de revenus et de dépenses<sup>468</sup>, tel que confirmé à l'audience par le témoin Yardley<sup>469</sup> :

One of the observations that I've made is that HQD has experienced greater earnings variability over the last five years

than HQT, and also, in my testimony, I address the fact that HQD's earnings are more sensitive to changes in any expense item. I happened to focus on operating expenses. I think that created some confusion, but it really is... it's more sensitive to any... a change in any expense item that's not covered by a variance or deferral account. And there is a reason for this. There is an obvious reason for this. And that relates to the fundamental structure of the two business units. So, HQT is very capital-intensive, and has a large rate base, and, as... In relation to that rate base, you would say, and certainly in relation to HQD, operating expenses are a smaller percentage of the rate base. And as a result of that, you can have a fairly significant impact on an operating expense and not see the same degree of response in the ROE. And we don't expect that to change. HQD is also, obviously, very capital-intensive, compared to the normal business, but it has much more variability. Operating expenses are a much larger proportion of the revenue requirements. And as a result, we should expect to see, and we have seen greater variability in HQD's earnings. So that, that is certainly a fact. [...]

I've proposed one hundred (100) basis point deadband for HQD, and a fifty (50) basis point deadband for HQT. I'm referring... refer you back to the discussion that we just had about the sensiti... relative sensitivity of earnings, which derives directly from the fundamentally different structures of the two businesses as support for that.[...]

[...] because their earnings are more sensitive to variances, and we know there will be variances, we don't know where and how big or whether they will offset each other, but we do know they will be, by implication, HQD will be absorbing more downside risk than HQT going forward.

348. Cette différence est par ailleurs supportée par OC<sup>470</sup> qui suggère une zone sans partage, pour le Distributeur seulement, à hauteur de 50 points de base<sup>471</sup>. Quant à ce dernier aspect, les Demandeurs le considèrent non fondé et réitèrent le paragraphe 345 de l'Argumentation. De plus, il est apparu à l'audience que la principale justification alléguée dans sa preuve d'origine quant à la différence des écarts partagés ne tenait plus après une révision de ces calculs demandée par la Régie<sup>472</sup>.
349. Le témoin Centolella formule une conclusion subsidiaire dans l'éventualité où la Régie incluait une zone sans partage au MTÉR retenu. Il retient toutefois une zone identique pour le Transporteur et le Distributeur en se fondant sur une analyse étroite des résultats passés du Transporteur<sup>473</sup>, sans tenir compte de différences importantes dans les structures de base des deux divisions ni de l'incertitude quant aux conjonctures futures<sup>474</sup>, ce qui lui aurait permis de conclure à la plus grande sensibilité du Distributeur à la variation de ses revenus. Cette faille dans son analyse est déterminante et les conclusions qui en découlent sont injustifiées dans les circonstances.
350. Les autres intervenants<sup>475</sup> proposant de ne pas inclure de zone sans partage n'ont pas effectué ni requis d'analyse détaillée, à court et à long terme, des impacts d'un MTÉR déséquilibré notamment sur les clients des Demandeurs.

351. Le RNCREQ a d'ailleurs confirmé à l'audience que sa position relevait davantage « d'idées » ou de « suggestions »<sup>476</sup> et non d'une opinion d'expert.
352. De son côté, le GRAME soutient qu'une zone sans partage doit être le reflet « *d'efforts d'efficacité du Distributeur* » et propose d'exclure certains éléments de son application. De manière subsidiaire, le GRAME est d'avis qu'une zone de 50 points de base tant pour le Distributeur que pour le Transporteur serait raisonnable<sup>477</sup>. À ce dernier sujet, les Demandeurs réitèrent les paragraphes 338, 339, 346 et 347 de l'Argumentation.
353. UC propose des zones sans partage de 250 points de base (Distributeur) et de 100 points de base (Transporteur) à être « allouées » entièrement aux clients<sup>478</sup>. Cette proposition franchement extrême ne repose sur aucune analyse ni dans sa conception ni dans ses impacts potentiels, mis à part une simulation de son application sur les écarts réalisés dans les cinq dernières années<sup>479</sup>. Aucun précédent n'a été ni cherché ni trouvé permettant de la justifier. UC s'en remet à la volonté de la Régie de donner l'exemple dans le marché<sup>480</sup>.
354. Or, cette proposition est non fondée, complètement déraisonnable et de toute évidence contraire à la LRE<sup>481</sup>, et les deux experts entendus sur cette question la rejettent<sup>482</sup>.
355. SÉ-AQLPA accepte, une fois tenu compte le processus complexe d'établissement de l'écart à partager qu'il met de l'avant, l'application des zones sans partage proposées par les Demandeurs<sup>483</sup>.
356. Enfin, les Demandeurs soumettent que les conclusions de la Régie quant au MTÉR retenu pour Gaz Métro dans la Décision D-2013-106<sup>484</sup>, notamment quant à l'absence de zone sans partage et la clé de répartition retenue, ne trouve pas application en l'espèce<sup>485</sup>.
357. Entre autres, dans cette affaire, la Régie adoptait un MTÉR pour une période de transition uniquement<sup>486</sup>. De plus, le cadre réglementaire applicable dans cette affaire était différent de la situation des Demandeurs, notamment considérant que ces derniers ont toujours été et demeurent assujettis à une méthodologie de fixation des tarifs fondée sur le coût de service, qu'ils ne proposent pas de modifier.
358. Or, la preuve détaillée présentée au dossier, notamment celle des experts, démontrent que les éléments contenus au MTÉR retenu dans cette autre affaire ne seraient pas équitables et équilibrés en l'espèce. L'expert de la FCEI précisait notamment ce qui suit à ce sujet :

So I guess I would answer that the Gaz Métro decision, it's a judgment call, it went a little further than I was comfortable with. You know, the ... in my view, it's important for the Régie to continue to communicate even if the, you know, the marginal impact is small, it's important to continue to communicate in the interest of pursuing efficiency.<sup>487</sup>

## **b) La zone avec partage**

359. Une répartition égale de l'écart constaté au-delà d'une zone sans partage est fréquente dans les MTÉR adoptés par d'autres régulateurs<sup>488</sup>.

360. Elle constitue un incitatif continu et additionnel à atteindre et dépasser la zone sans partage<sup>489</sup>, et à entreprendre des actions conduisant, à plus long terme, à des gains d'efficacité ou de réduction de coûts<sup>490</sup>. En effet, dans la réalité des opérations, une entreprise réglementée, ne peut établir avec certitude, avant la fin de l'exercice financier, si l'écart qui se dégagera dépassera la zone sans partage.

[T]he deadband provides the company with the incentive to pursue efficiencies aggressively and to get to that sharing point. They don't want to get to that sharing point and stop. That would be a division, that would be the interest of customers and the company would no longer be aligned if that's the way it worked. So, beyond the deadband, the fifty-fifty (50-50) sharing provides the company with sufficient incentive to continue to be after efficiency incentives. So the fifty-fifty (50-50) is important in that respect.<sup>491</sup>

361. Ce partage est important et contribue également à compenser le caractère asymétrique du MTÉR proposé.

362. L'ACEFQ, la FCEI, le GRAME, OC, SÉ-AQLPA et l'UC sont d'accord avec le concept d'une zone avec partage égal bien qu'elle soit incluse dans des propositions globales très différentes et contestées par les Demandeurs :

- a) l'ACEFQ applique cette répartition sans zone sans partage;
- b) la FCEI applique cette répartition (1) sans zone sans partage, (2) pour les 50 premiers points de base, (3) suivie d'une autre zone avec partage à 75%-25% (Clients-Demandeurs)<sup>492</sup>;
- c) le GRAME, OC et SÉ-AQLPA appliquent cette répartition au-delà de la zone sans partage discutée ci-dessus<sup>493</sup>; et
- d) l'UC applique cette répartition (1) au-delà de la zone-clients discutée ci-dessus, (2) pour les 100 points de base suivants, (3) suivie d'une autre zone-clients<sup>494</sup>.

363. Pour sa part, le RNCREQ propose un partage des seuls écarts de rendement qui résulteraient d'activité sur lesquels les Demandeurs ont un contrôle et qui peuvent générer des gains d'efficacité. La clé de répartition proposée serait un tiers (1/3) aux Demandeurs et deux tiers (2/3) versé dans un fonds en efficacité énergétique pour la clientèle à faible revenu<sup>495</sup>.

364. Cette proposition est mal fondée et doit être rejetée pour les raisons suivantes :

- a) Elle n'a fait l'objet d'aucune analyse quant à son « réalisme », ni quant aux retombées et impacts possibles de sa mise en application<sup>496</sup>;
- b) Elle rejette la nécessité d'établir un lien entre tout besoin en efficacité énergétique et les montants à être versés dans ce fonds, considérant l'imprévisibilité de l'écart global constaté à la fin de chaque année.

- c) Contre-interrogé sur cette question, le représentant du RNCREQ a finalement concédé que sa proposition n'était en fait qu'une « suggestion » dans le but d'atteindre une certaine finalité<sup>497</sup>.
  - d) Elle est muette sur son caractère équitable par rapport aux autres catégories de clients du Distributeur, le représentant du RNCREQ ayant été incapable de le confirmer à l'audience. Sur cette question, il faut retenir le témoignage de l'expert Yardley à l'effet qu'il appartient aux législateurs d'adopter des mesures visant les clients à faible revenu et non aux régulateurs dans le cadre de la conception d'un MTÉR<sup>498</sup>.
365. La répartition proposée par les Demandeurs pour la zone avec partage est équitable, raisonnable et partagée par la grande majorité des intervenants. Elle permet également de répondre à l'obligation de partage énoncé à l'article 48.1 LRÉ.

### 3. Les écarts faisant l'objet du MTÉR

#### a) La prise en considération des gains d'efficience et des écarts prévisionnels

366. Le MTÉR proposé s'applique à l'écart global constaté en fin d'année par les Demandeurs<sup>499</sup>.
367. Tout d'abord, la preuve révèle clairement qu'il est impossible d'identifier, après coup, l'origine des multiples variations positives et négatives ayant mené à cet écart final<sup>500</sup>, tel que confirmé à l'audience par le représentant du Transporteur :

[N]on seulement monsieur Yardley dit que ça serait extrêmement difficile, puis il va être probablement à sa retraite après avoir fini un tel exercice, mais je pense que la preuve qu'on a mise au dossier également, c'est que de scinder les résultats entre ce qui est de l'efficience et ce qui est des écarts dus à des événements qui sont, qui peuvent être hors du contrôle de l'entreprise, je pense que la preuve au dossier est très claire là-dessus qu'on n'est pas en mesure de faire cette distinction-là.<sup>501</sup>

368. Toute telle tentative représenterait un fardeau réglementaire très lourd, voire insurmontable, en plus de mener à un résultat non fiable et insatisfaisant pour toutes les parties, comme le confirme à juste titre le témoin Yardley à l'audience<sup>502</sup> :

How much time do we have? I don't mean to be flip, but that exercise is incredibly complex, it's not clear to me that it's a worthwhile exercise. I mean, Management should know, you know, they want to make sure that they're making an investment, and somebody comes to them and says, "I have a proposed efficiency initiative, and it's going to cost five million dollars (\$5M), but here's what I expect...", obviously, they'll keep an eye on that one. But performing an analysis after the fact is just fraught with difficulty, I'm not sure, the results may be interesting, but I'm not sure anyone would be satisfied at the end of the day. [...] [Il be retired by the time I finish, I think. [nos soulèvements]

369. Cette vision est par ailleurs partagée par plusieurs intervenants<sup>503</sup> et par la Régie qui a récemment conclu à l'impossibilité d'identifier l'origine des écarts de rendement<sup>504</sup>.
370. Aucun précédent n'a pu être identifié quant à tout MTÉR qui distinguerait l'origine des écarts pour ensuite s'appliquer à une part seulement des revenus et dépenses plutôt qu'au résultat final global<sup>505</sup>.
371. De plus, il serait inapproprié et inutile de procéder à une telle distinction, comme le confirment les deux experts entendus sur la question :
- De la part de R. Yardley :
- We shouldn't distinguish between the source of the variance in deciding how the ESM should work. That is the purpose of the ESM, is to have sort of this one pot of dollars, one pot of variances, and avoid having to try to figure out where it comes from.<sup>506</sup>
- De la part de P. Centolella :
- I am not suggesting that we try to, if I'm understanding your question, I'm not suggesting that we try to break down [...] some set of expenses to which it would not apply and some set to which it would, it would apply overall.<sup>507</sup>
372. En effet, il serait inéquitable pour les Demandeurs de permettre le partage de certaines variations positives seulement, en leur faisant supporter seuls les risques et les coûts des variations négatives à l'intérieur d'une même année<sup>508</sup>.
373. Il importe que la gestion dynamique d'une entreprise continue de mettre l'emphase sur les manières d'atteindre et de battre les prévisions, plutôt que d'exiger un étiquetage continu de la nature d'un écart pouvant résulter de toute décision prise en cours d'année<sup>509</sup>. Ainsi, les Demandeurs doivent pouvoir continuer à équilibrer les enveloppes budgétaires approuvées tout au long de l'année en compensant les dépassements de coûts dans certains postes budgétaires par des réductions dans d'autres postes provenant de différentes sources<sup>510</sup> :

[T]here are also opportunities as the utilities manage their business to achieve efficiency gains and I should take a moment and indicate that that involves cost reduction in some cases but not always. The utilities, as part of their responsibilities, have to be focussed on outcomes as well so we tend to think of outcomes in terms of reliability, the quality of service, how fast the calls are answered and so forth so there may be more efficient ways to achieve those outcomes that really have nothing to do with cost. Those are efficiencies as well and they are just as important from the perspective of customers.

And below those obvious outcomes, there are, you know, hundreds of business processes within utilities and so each one of these business processes will focus both on cost reductions and how they use information systems and technology to perform their particular obligations. So efficiencies is a somewhat broader concept [...].

The earning sharing mechanism focusses on the end result and that does reflect the way that the utilities manage their business throughout their entire company. So again, it focusses on there will be positive variances, there will be negative variances, it's a very blunt instrument.<sup>511</sup> [nos soulignements]

374. Quant aux questions soulevées en l'instance relatives aux écarts de prévisions et à la justesse de ces dernières, il n'appartient pas à la Régie d'en faire l'analyse et l'évaluation dans le cadre du présent dossier<sup>512</sup>.
375. Le témoignage du représentant de la FCEI, qui a consacré toute sa preuve à cette question, est révélateur. Non seulement cet intervenant n'a pas été en mesure de formuler clairement ce qu'il entend par la notion de « prévisions conservatrices », mais il a été incapable de déterminer l'origine des écarts des différents postes budgétaires des Demandeurs avec un degré de certitude minimal<sup>513</sup>. L'analyse proposée ne reflète pas les réalités de gestion des Demandeurs<sup>514</sup> et n'a aucune valeur probante, ce qui s'explique peut-être par le manque d'expérience et d'expertise pertinentes admis par cet intervenant sur ces questions<sup>515</sup>.
376. À tout événement, l'expert de cet intervenant rejette l'idée de quelque distinction que ce soit dans les écarts faisant l'objet du MTÉR<sup>516</sup>. De plus, l'importance relative des écarts constatés dans le passé récent des Demandeurs est similaire à bien d'autres entreprises réglementées comparables aux mêmes périodes<sup>517</sup>.
377. D'autres intervenants proposent malgré tout d'inclure dans leur MTÉR un exercice d'identifier l'origine des variations et de les distinguer.
378. SÉ-AQLPA et le GRAME soutiennent que certaines variations ne devraient pas faire l'objet d'un partage avec les Demandeurs mais bénéficier entièrement aux clients. Selon eux, les écarts prévisionnels ou les reports de projets devraient ainsi être exclus du partage, limitant celui-ci aux écarts provenant de gains d'efficacité<sup>518</sup>. Pour les raisons mentionnées ci-dessus, de même qu'à la section V-C.3.c) de l'Argumentation, une telle approche est irréalisable et serait inéquitable.
379. De plus, il est apparu clairement du témoignage du représentant de SÉ-AQLPA à l'audience que cette proposition constituait davantage l'expression d'une idée ou suggestion ne reposant sur aucune analyse quant à sa faisabilité, ses impacts et son efficacité. Elle mènerait par ailleurs forcément à un processus lourd et complexe, tel que détaillé plus amplement aux paragraphes 423 et 424 de l'Argumentation<sup>519</sup>.
380. Pour sa part, le RNCREQ propose que le MTÉR s'applique uniquement aux écarts de rendement qui résulteraient d'activités sur lesquelles les Demandeurs ont un contrôle et qui peuvent générer des gains d'efficacité<sup>520</sup>. Pour tous écarts autres, le RNCREQ suggère qu'ils soient remis en entier à la clientèle. Quant à la répartition des écarts négatifs, cet intervenant est « en réflexion sur le sujet »<sup>521</sup>.
381. Les Demandeurs constatent que les positions des groupes environnementaux se distinguent de celles des groupes de consommateurs sur cette question et réitèrent que la distinction envisagée par certains quant à l'origine des écarts ne peut être réalisée.
382. Tout exercice visant à établir cette distinction alourdirait inutilement le processus réglementaire, aurait un effet néfaste dans la gestion des opérations des Demandeurs et



mènerait en bout de piste à des résultats insatisfaisants et non probants, et doit être rejeté par la Régie.

### **b) La prise en considération des comptes d'écart existants**

383. Les Demandeurs ne proposent aucun changement aux comptes d'écart existants<sup>522</sup>. Ces comptes d'écart ont été intégrés au fil des dossiers tarifaires, suivant des propositions des Demandeurs ou d'intervenants. Le recours à ces comptes est d'ailleurs réservé aux activités dont les coûts sont volatils, imprévisibles et importants<sup>523</sup>.
384. Les Demandeurs réitèrent que les montants prévus pour chacun des postes budgétaires visés par un compte d'écart au moment de l'établissement du revenu requis soient pris en considération pour les fins de l'application du MTÉR. Ce qui n'est pas capté par le MTÉR est la variation de ces postes budgétaires qui elle fait l'objet du compte d'écart.
385. OC suggère de retirer, de manière progressive, les comptes d'écart relatifs au coût de retraite, au tarif de maintien de charge ainsi qu'au coût de combustible<sup>524</sup>. L'ACEFQ recommande une consultation afin d'optimiser la liste et les modalités des comptes d'écart<sup>525</sup>. Quant à la position du GRAME relative aux comptes d'écart, nous référons à la section V-C.3.c) de l'Argumentation traitant des exclusions.
386. Considérant que la Régie a spécifiquement exclu la revue des comptes d'écart existants dans le cadre du présent dossier, les Demandeurs ont soulevé une objection quant à ces demandes et la preuve qui y est associée<sup>526</sup>. Les Demandeurs n'ont donc pas présenté de preuve afin de réfuter ces prétentions. Ils considèrent leur objection bien fondée et demandent à la Régie de l'accueillir.

### **c) Aucune exclusion**

387. Le MTÉR proposé n'exclut aucun poste budgétaire de son application<sup>527</sup>.
388. Ainsi, toute dépense jugée utile pour la prestation du service par les Demandeurs dans le cadre de la revue et de l'approbation de leurs revenus requis sera prise en considération pour les fins de l'application du MTÉR<sup>528</sup>.
389. Aux fins de l'application du MTÉR, il importe de comparer les rendements autorisés et réalisés sur la même base. Ainsi, il ne saurait être question d'exclure certaines dépenses du calcul du rendement réalisé, par ailleurs incluses dans le calcul du rendement autorisé :

The earning sharing mechanism is intended to reflect earnings from regulated utility operations in a manner that is consistent with the establishment of the revenue requirements in the rate decision. The need for exclusions will depend on the income statement that is used to calculate ROE for earnings sharing purposes.<sup>529</sup>

390. L'inclusion ou non de dépenses au revenu requis des Demandeurs sera revue dans le cadre des demandes tarifaires<sup>530</sup>.

391. L'ACEFQ recommande d'exclure du partage certains types d'écart tels que ceux liés à la masse salariale, à l'efficacité énergétique, au soutien aux plus démunis<sup>531</sup> et SÉ-AQLPA identifie une longue liste d'activités ou de coûts à exclure de l'application du MTÉR<sup>532</sup>.
392. Les motifs allégués au soutien de ces exclusions semblent relever d'une crainte à ce que le MTÉR serve de prétexte à un arbitrage de la part des Demandeurs, au détriment de certaines activités chères à ces intervenants<sup>533</sup>.
393. Or, les craintes de ces intervenants ne reposent sur aucune base factuelle. Au contraire, la preuve démontre que l'efficacité et la performance ont fait bon ménage dans le passé et il ne saurait être question de présumer d'une conduite future des Demandeurs alors que le MTÉR proposé est bien équilibré et vise à transmettre les bons signaux dans l'entreprise, tel que plus amplement décrit à la section V-C.2.a) de l'Argumentation.
394. De plus, les exclusions proposées s'apparentent plutôt à la création de nouveaux comptes d'écart. Or, si ces impacts appréhendés étaient réels, ils se seraient déjà manifestés et auraient probablement déjà conduit à des demandes de la part de ces intervenants de mettre en place de nouveaux comptes d'écart dans le cadre des dossiers tarifaires, ce qu'ils n'ont pas fait<sup>534</sup>.
395. Quant au GRAME, contrairement à ce qu'allégué à sa preuve quant à certaines exclusions proposées, il a confirmé à l'audience qu'il ne les demandait plus considérant son incapacité à évaluer les impacts de sa proposition<sup>535</sup>.
396. Les Demandeurs demeurent d'avis que tous les revenus et coûts doivent être pris en compte dans le calcul des écarts de rendement, à l'exception d'éléments spécifiquement refusés par la Régie au revenu requis<sup>536</sup>. Comme les Demandeurs absorbent la totalité des variations négatives sans distinction quant à leur origine, il est équitable qu'ils reçoivent une partie de l'ensemble des surplus, sans aucune exclusion<sup>537</sup>.

**d) Modalités de disposition des comptes d'écart relatifs aux écarts de rendement**

397. Le transfert aux clients de la part de l'écart qui leur sont attribuée suite à l'application du MTÉR se fera par l'entremise d'un compte d'écart pour chacun des Demandeurs<sup>538</sup>.
398. Les Demandeurs proposent d'assortir ces comptes des modalités de disposition suivantes :
- a) Constatation de l'écart de rendement réel à la clôture de l'exercice financier<sup>539</sup> de l'année historique (à titre d'exemple, 2014);
  - b) Présentation du résultat du calcul de l'écart à remettre aux clients dans le rapport annuel de l'année historique (2014) déposé à la Régie;
  - c) Prise en compte de l'écart à remettre aux clients dans le cadre de l'année témoin projetée (2016);
  - d) Comptabilisation d'un rendement sur le solde des comptes d'écart au taux autorisé de la base de tarification, jusqu'à sa disposition<sup>540</sup>.

399. Ces modalités sont simples, équitables et permettent de minimiser les délais de disposition<sup>541</sup>.
400. Certains intervenants ont questionné le délai requis avant la disposition des comptes d'écarts<sup>542</sup>. Or, bien que ce délai soit rendu nécessaire par les différentes étapes à franchir et les délais qui y sont associés<sup>543</sup>, les clients des Demandeurs ne subissent pas d'inconvénient considérant que les comptes portent rendement aux conditions décrites ci-dessus<sup>544</sup>.

#### **4. La période d'application du MTÉR**

401. La proposition de MTÉR des Demandeurs a été conçue pour s'ajouter et s'harmoniser au cadre réglementaire existant et être mise en œuvre pour plusieurs années.
402. Le MTÉR proposé et le choix de ses composantes visent à atteindre un équilibre entre les parties intéressées à court comme à long termes.
403. Cet élément distingue fondamentalement la proposition de MTÉR des Demandeurs de celle élaborée par M. Centolella pour la FCEI. En effet, ce dernier a plutôt présumé que le MTÉR qui sera adopté en l'instance ne s'appliquera que pour une période d'un an, de manière transitoire, dans l'attente d'un changement radical de modèle réglementaire présumé par sa cliente, tel qu'il apparaît clairement de son rapport et de son témoignage à l'audience<sup>545</sup> :

[...] The use of ESMs for 2014 will provide the Régie a period of time in which to consider a transition from its cost of service model to a model of performance based regulation that may deliver improved results in terms of efficiency and cost savings and ongoing improvements in performance and service quality.

404. Les Demandeurs considèrent qu'il est important que l'outil réglementaire qu'est le MTÉR soit mis en place et appliqué sur plusieurs années, notamment afin de favoriser la réalisation de projets d'efficience qui nécessitent des investissements à court terme mais dont les bénéfices se feront sentir à plus long terme<sup>546</sup>.
405. Par ailleurs, il est prématuré de statuer sur toute modification qui pourrait y être apportée dans le futur afin de s'adapter à l'évolution de la situation.

#### **5. La relation entre un MTÉR et des indicateurs de performance**

406. Le régime réglementaire actuellement en place comprend déjà un ensemble d'indicateurs de performance et de qualité de service. Le suivi de ces indicateurs dans le cadre des causes tarifaires permet déjà de s'assurer que la réalisation des gains d'efficience ne se fait pas au détriment de la qualité de service<sup>547</sup>.
407. Les Demandeurs considèrent qu'il n'est pas nécessaire ni opportun que le MTÉR soit lié à l'atteinte de cibles de performance comme condition au partage de l'écart de rendement réalisé. Cette position est d'ailleurs confirmée par les deux seuls experts entendus sur cette question :

The incentives for regulated enterprises to pursue efficiency gains are largely independent of the existence of measurement and performance indicators. Rather, the existence of performance indicators act as a check and balance against exercise of specific initiatives if there is reason to believe that performance may be compromised by implementation of a particular efficiency improvement. The regulated entity may decide not to pursue such an efficiency improvement or may alter its design, but the incentive remains. With or without an ESM, utilities are routinely faced with trade-offs among competing objectives including objectives to deliver electricity at the lowest reasonable cost and to provide reliable service.<sup>548</sup>

The existence of measurement and performance indicators should not have any impact on the determination of the ESM deadband. To the extent that service quality is a concern, measurement and performance indicators are best addressed directly as a distinct element of a regulatory approach rather than indirectly through the design of the ESM.<sup>549</sup>

I am not proposing that in this case. Minimum standards can play a valuable role in regulation. However, this is not a simple issue and reliance on thresholds alone can lead to acceptable performance, rather than the pursuit of excellence.<sup>550</sup>

408. En effet, il n'y a aucune preuve au présent dossier mettant en doute le niveau de performance des Demandeurs ni la qualité de leurs services<sup>551</sup> et ces éléments ne sont pas un enjeu au présent dossier<sup>552</sup>. De plus, au cours des dernières années, les Demandeurs ont livré, entre autres, d'importants gains d'efficacité récurrents, pris en compte directement dans la détermination des revenus requis et des ajustements tarifaires, transférés intégralement à la clientèle<sup>553</sup>.
409. L'inclusion d'indicateurs de performance dans un MTÉR demeure une exception dans l'industrie, tel que confirmé clairement par le témoin Yardley<sup>554</sup>.
410. En effet, la fixation de cibles de performance est un exercice complexe<sup>555</sup>, notamment considérant :
- a) la nécessité de retenir des indicateurs associés à des mesures objectives<sup>556</sup>;
  - b) la présence potentielle d'effets négatifs sur d'autres éléments de performance<sup>557</sup>; et
  - c) les coûts additionnels reliés à l'atteinte de cibles particulières<sup>558</sup>.
411. Si des modifications doivent être apportées aux indicateurs de performance existants, ce que les Demandeurs ne croient pas, le forum approprié pour le faire demeure les demandes tarifaires<sup>559</sup> lors desquelles les Demandeurs présentent l'analyse des indicateurs retenus par la Régie, suivant les exigences exprimées par celle-ci dans ses décisions, de même que l'évolution des résultats sur les cinq dernières années.
412. Du point de vue du GRAME et de SÉ-AQLPA, le MTÉR ne propose ni grille d'indicateurs d'efficacité, ni cible d'efficacité et devrait être amélioré. Le GRAME propose la mise sur

ped d'un groupe de travail ou envisage une proposition des Demandeurs pour déterminer quels indicateurs liés à l'efficacité et à la protection de l'environnement devraient être retenus et liés aux écarts de rendement<sup>560</sup>. Les Demandeurs soumettent que ces démarches ne sont ni utiles ni nécessaires actuellement<sup>561</sup>.

413. Afin de s'assurer que des indicateurs de performance puissent être intégrés dans un cadre simple et cohérent, OC suggère de « vivre l'expérience » de la fixation des tarifs avec l'intégration du MTÉR avant de déterminer s'il y a lieu d'intégrer de tels indicateurs<sup>562</sup>.
414. Pour les raisons mentionnées ci-dessus, les Demandeurs sont d'avis qu'il est souhaitable de continuer de faire un suivi des indicateurs auprès de la Régie sans les relier au mécanisme proposé<sup>563</sup>.

## **6. Le cadre réglementaire approprié pour l'application du MTÉR**

415. L'adoption d'un MTÉR au régime réglementaire actuel ne requiert pas l'ajout d'un nouveau processus réglementaire pour traiter spécifiquement de sa mise en application.
416. En effet, le processus actuel prévu à l'article 75 LRÉ prévoit que les Demandeurs fournissent à la Régie leur rapport annuel produit dans les meilleurs délais, considérant le volume important d'informations exigées par la Régie au fil du temps et la conduite des vérifications externes requises. Il permettra à la Régie de continuer de suivre les principales sources d'écart de rendement ainsi que l'application du MTÉR, et de poser toutes questions jugées utiles<sup>564</sup> pour s'assurer que ses décisions sont respectées.
417. Ces rapports annuels font déjà état des résultats détaillés des divisions réglementées, et ce, autant pour les résultats financiers et commerciaux que pour les indicateurs de performance et les Demandeurs proposent d'y ajouter « *le travail supplémentaire que nous amène la présence de ce mécanisme de traitement des écarts de rendement-là au rendez-vous réglementaire qu'on a déjà à la Régie* »<sup>565</sup>.
418. Aussi, le véhicule réglementaire des demandes tarifaires continuera de permettre à la Régie et aux intervenants d'interroger les Demandeurs sur les comptes d'écart comptabilisant la part de l'écart favorable attribué aux clients en application du MTÉR.
419. Ces processus sont efficaces et suffisants dans les circonstances et les Demandeurs considèrent que la création d'un nouveau processus réglementaire prenant la forme d'une fermeture des livres réglementaires (« *compliance filings* »), à plus ou moins grande portée, n'est pas requise en l'espèce<sup>566</sup>.
420. De tels « *compliance filings* » aux États-Unis peuvent prendre une forme tout à fait équivalente à ce qui est proposé par les Demandeurs, à même les processus existants<sup>567</sup>.
421. OC partage l'avis que « *les procédures entourant la disposition des écarts de rendement ne devraient pas alourdir le processus réglementaire* »<sup>568</sup>.
422. Pour sa part, le témoin Centolella recommande que la répartition des écarts soit établie après une revue administrative des coûts présentés aux rapports annuels des Demandeurs<sup>569</sup>.

423. SÉ-AQLPA va beaucoup plus loin et propose l'ajout d'un processus annuel formel de fermeture des livres des Demandeurs, avec des modalités complexes et lourdes. Un tel processus en plusieurs étapes prévoirait :
- a) une « réflexion *a posteriori* » du revenu requis<sup>570</sup> impliquant la revue de tous les postes budgétaires par la Régie et les intervenants<sup>571</sup> fondée sur le revenu requis de l'année 2012;
  - b) la revue de chacune des variations afin de débattre et conclure sur leur origine et leur justification<sup>572</sup>;
  - c) dans le cadre d'une audience orale ou sur dossier<sup>573</sup>;
  - d) les conclusions de cette « réflexion » pourraient faire l'objet de discussions lors de la cause tarifaire subséquente<sup>574</sup>.
424. Par ailleurs, cet intervenant est incapable d'expliquer comment il sera en mesure d'identifier l'origine et la justification des variations alors que ni les Demandeurs ni les experts entendus sur cette question ne sont en mesure de le faire<sup>575</sup>.
425. Les Demandeurs considèrent que la nécessité de faire de tels ajouts aux processus existants n'a pas été démontrée et que la Régie devrait d'abord mettre en place et appliquer le MTÉR à l'intérieur de ces processus pendant quelques années avant de conclure, comme le font certains intervenants, à leur insuffisance<sup>576</sup>.

## **7. Conclusion**

426. À la lumière de ce qui précède, les Demandeurs soumettent que le MTÉR proposé est juste et raisonnable en ce qu'il :
- a) rencontre les demandes antérieures de la Régie;
  - b) rencontre ses objectifs premiers de limiter l'impact de la variation d'écart de rendement tout en maintenant un incitatif adéquat à l'efficacité et à la réduction des coûts;
  - c) permet un partage équitable de l'écart de rendement entre les Demandeurs et leur clientèle sans alourdir les processus réglementaire.

## **VI- CONCLUSIONS**

427. Pour toutes les raisons exprimées à la présente Argumentation, et considérant la preuve au dossier, les Demandeurs soumettent que leur demande est bien fondée.

**POUR CES MOTIFS, PLAISE À LA RÉGIE :**

**ACCUEILLIR** la présente Demande;

**APPROUVER** pour le Transporteur un taux de rendement de ses capitaux propres de 9,2 % applicable à compter du 1er janvier 2014, dans la mesure où la Régie rend une décision en temps opportun;

**APPROUVER** pour le Distributeur un taux de rendement de ses capitaux propres de 9,2 % applicable à compter du 1er janvier 2014, dans la mesure où la Régie rend une décision en temps opportun;

**APPROUVER** le MTÉR proposé par le Transporteur et le Distributeur à compter du 1er janvier 2014, dans la mesure où la Régie rend une décision en temps opportun;

**AUTORISER** le Transporteur et le Distributeur à créer des comptes d'écarts relatifs aux écarts de rendement, portant intérêt au taux autorisé de la base de tarification, assortis des modalités de disposition décrites à la preuve;

**APPROUVER** les modalités de mise à jour du coût de la dette et du coût du capital prospectif applicables à compter du 1er janvier 2014, dans la mesure où la Régie rend une décision en temps opportun;

**PERMETTRE** au Transporteur et au Distributeur de refléter les conclusions de la présente demande dans toute instance tarifaire en cours ou à venir suivant la décision à être rendue en l'espèce.

**LE TOUT RESPECTUEUSEMENT SOUMIS.**

Montréal, ce 12 novembre 2013

*(S.) Norton Rose Fulbright Canada, S.E.N.R.L., s.r.l.*

---

**NORTON ROSE FULBRIGHT CANADA,**

**S.E.N.C.R.L., S.R.L.**

Procureurs de **HYDRO-QUÉBEC**

Me Éric Dunberry

Me Marie-Christine Hivon

Bureau 2500

1, Place Ville-Marie

Montréal (Québec) H3B 1R1

Tél. : (514) 847-4492

Télec. : (514) 286-5474

[eric.dunberry@nortonrosefulbright.com](mailto:eric.dunberry@nortonrosefulbright.com)

[marie-christine.hivon@nortonrosefulbright.com](mailto:marie-christine.hivon@nortonrosefulbright.com)

## RÉFÉRENCES À LA PREUVE ET AUX AUTORITÉS

- 
- <sup>1</sup> Décisions D-2012-024, D-2012-059, D-2012-097, D-2012-126, D-2013-036, D-2013-037, D-2013-069.
- <sup>2</sup> Rapport des Demandeurs intitulé « Rendement des capitaux propres et mécanisme de traitement des écarts de rendement », 19 avril 2013, pièce HQDT-1, document 1, cote B-0004, (**Preuve des Demandeurs**), p. 8 à 11; Décision D-2012-059, par. 154.
- <sup>3</sup> Dossier R-3814-2012, Demande relative à l'établissement des tarifs d'électricité de l'année tarifaire 2013-2014; voir Décision D-2012-097, par. 19, 20; Décision D-2012-119, par. 13; Décision D-2013-37, par. 31, 32, 38, 54, 55, 58.
- <sup>4</sup> Se référer aux décisions identifiées à la note 1.
- <sup>5</sup> Présentation PowerPoint de Concentric Energy Advisors intitulée « *ROE and Risk Analysis* », 31 octobre 2013, cote B-0093 (**Présentation de J. Coyne**), p. 21; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.169-Q.172.
- <sup>6</sup> Le Modèle d'actualisation des flux monétaires (**AFM**).
- <sup>7</sup> Le Modèle d'évaluation des actifs financiers (**MÉAF**).
- <sup>8</sup> Consulter les décisions identifiées à la section II-D.1 de l'Argumentation.
- <sup>9</sup> Présentation de J. Coyne, p. 5.
- <sup>10</sup> Rapport de Laurence D. Booth intitulé « *Fair Return and Capital Structure for Hydro-Québec Transportation and Distribution* », 15 octobre 2013, cote C-AQCIE-CIFQ-0023 (**Rapport Booth**), p. 2, lignes 5-10; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, Q.294, p. 238.
- <sup>11</sup> Rapport de MM. James M. Coyne et John P. Trogonoski de Concentric Energy Advisors sur le taux de rendement et l'analyse de risque, pièce HQTD-2, document 1, cote B-0007 (**Rapport Concentric – Taux de rendement**), p. 69.
- <sup>12</sup> Notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 174, ligne 23 à p. 175, ligne 4.
- <sup>13</sup> Référence est ici fait aux variations d'écarts de rendement des obligations corporatives de sociétés réglementées de cote A par rapport au rendement des obligations gouvernementales de même durée. Cette ajustement a d'abord été désigné sous le terme générique des « effets de la crise de 2008 ».
- <sup>14</sup>  $5,5\% + \text{ajustement (30 points)} / \text{Bêta (0,5)} = 6,10\%$
- <sup>15</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 75; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.366, p. 137.
- <sup>16</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 69-74; Présentation de J. Coyne, p. 33.
- <sup>17</sup> Se référer à la section E-4 de l'Argumentation.
- <sup>18</sup> Se référer à la section II-D.1 de l'Argumentation.
- <sup>19</sup> Présentation de J. Coyne, p. 21.
- <sup>20</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.87, p. 56-57.
- <sup>21</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.87, p. 56-57; Présentation de J. Coyne, p. 8, 31.
- <sup>22</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.88-Q.90, p. 57-58; Présentation de J. Coyne, p. 8, 31; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 196, ligne 3 à p. 197, ligne 12.
- <sup>23</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.433, p. 187-189.
- <sup>24</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 151, ligne 6 à p. 152, ligne 24.
- <sup>25</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, p. 152.
- <sup>26</sup> Présentation de J. Coyne, p. 9; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.189, Q.205-Q.206.
- <sup>27</sup> Se référer à la section II-F.4.a) et b) de l'Argumentation; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.436, p. 195, ligne 19 à p. 196, ligne 15.; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, Q.221, p. 204-206.
- <sup>28</sup> Rapport de Moody's du 23 septembre 2013.
- <sup>29</sup> Se référer à la section II-F.4.a) et b) de l'Argumentation.
- <sup>30</sup> Se référer à la section II-F.4.e) de l'Argumentation.
- <sup>31</sup> Se référer à la section II-F.4.e) de l'Argumentation; voir aussi Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 190-191.
- <sup>32</sup> Se référer à la section II-F.4.e) de l'Argumentation.
- <sup>33</sup> Se référer à la section II-F.4.b) de l'Argumentation.
- <sup>34</sup> Présentation de J. Coyne, p. 4.
- <sup>35</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 154, ligne 16 à p. 156, ligne 8; Présentation de J. Coyne, p. 5, 6.
- <sup>36</sup> Présentation de J. Coyne, p. 4.
- <sup>37</sup> Se référer aux sections II-E.1.b), II-E.2.b) et II-E.5.b) de l'Argumentation.



- 
- <sup>38</sup> Rapport de M. James M. Coyne de Concentric Energy Advisors sur l'application d'une formule d'ajustement automatique, pièce HQT-D-3, Document 2.1, cote B-0022, (**Rapport Concentric – FAA**) p. 2-8; Présentation de J. Coyne, p. 5; se référer à la section III-C de l'Argumentation.
- <sup>39</sup> Présentation de J. Coyne, p. 20; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 186, lignes 1-20.
- <sup>40</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 34-63, Appendix A.
- <sup>41</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.13-Q.27, p. 17-25.
- <sup>42</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 90, lignes 5-12.
- <sup>43</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.314-Q.327, p. 243-246.
- <sup>44</sup> Témoignage de O. Charest, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.179-Q.180, p. 100-101.
- <sup>45</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.314-Q.327, p. 243-246.
- <sup>46</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.120, Q.240-Q.242, p. 219
- <sup>47</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.243-Q.245, p. 219-220.
- <sup>48</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.246.
- <sup>49</sup> Présentation du Dr. L. Booth intitulée « *Utility Regulation : The view of an Intervener Expert* », cote B-0095, onglet 3.
- <sup>50</sup> Présentation du Dr. L. Booth intitulée « *Cost of Capital, Camput 2011* », cote B-0095, onglet 4.
- <sup>51</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.338-Q.341, p. 250-252, Q.370-Q.371, p. 267-268, Q.388-Q.393, p. 272-268.
- <sup>52</sup> Témoignage de O. Charest, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.175-Q.177, p. 90-91.
- <sup>53</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.98-112.
- <sup>54</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.56-Q.60, p. 37-38.
- <sup>55</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.1-Q.3, p. 11-12; témoignage de O. Charest, notes sténographiques du 5 novembre 2012, vol. 7, Q.179, p. 93, Q.194, p. 106.
- <sup>56</sup> À titre illustratif, témoignage de L. Booth, notes sténographique du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.6-Q.7, p. 12-14.
- <sup>57</sup> À titre illustratif, preuve de l'AQCIE et du CIFQ sur les profils de risque du Transport (HQT) et du Distributeur (HQD), 15 octobre 2013, cote C-AQCIE-CIFQ-0022 (**Preuve AQCIE-CIFQ**), par. 28-34, 35, 69.
- <sup>58</sup> À titre illustratif, Rapport Booth, p. 4, lignes 13-15.
- <sup>59</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.243-Q.245, p. 219-220.
- <sup>60</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.173-Q.176, p. 184-185.
- <sup>61</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.263-Q.274, p. 226-233.
- <sup>62</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.265, p. 227.
- <sup>63</sup> Décision D-2011-182.
- <sup>64</sup> Tableaux synthèses intitulés : Table 1 – Recommended ROE – Québec et Table 2 – Recommended ROE – Canada, cote B-0095 (**Tableaux synthèses**), onglet 1.
- <sup>65</sup> Se référer à la note 1.
- <sup>66</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 111-113.
- <sup>67</sup> Article 32 (1) LRÉ.
- <sup>68</sup> Article 49 (3) LRÉ.
- <sup>69</sup> Se référer à la section II-C de l'Argumentation.
- <sup>70</sup> Article 5 LRÉ.
- <sup>71</sup> Décision D-2009-156, par. 181.
- <sup>72</sup> Décision D-2010-147, par. 27.
- <sup>73</sup> Décision D-99-11, p. 44.
- <sup>74</sup> *Dunsmuir c. Nouveau-Brunswick*, [2008] 1 R.C.S. 190, par. 47.
- <sup>75</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.161-Q.165.
- <sup>76</sup> Preuve des Demandeurs, p. 19.
- <sup>77</sup> Décision D-2009-156, par. 195.
- <sup>78</sup> Décision D-2013-102, par. 38.
- <sup>79</sup> Décision EB-2009-0084, p. 28-29.
- <sup>80</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 149, ligne 22 à p. 150, ligne 6.
- <sup>81</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. A23-A24. Cette question s'insère dans le cadre de l'application du critère de l'attraction des capitaux.
- <sup>82</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.124-Q.143.
- <sup>83</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 17-20.
- <sup>84</sup> Décision RH-1-200; Décision EB-2009-084.
- <sup>85</sup> Décision D-2009-156, par. 189; voir aussi Décision D-2013-102, par. 34-35.
- <sup>86</sup> Décision EB-2009-0084, p. 18.
- <sup>87</sup> *Northwestern Utilities Ltd. c. Ville de Edmonton*, [1929] R.C.S. 186.
- <sup>88</sup> *Bluefield Water Works & Improvement Co. c. Public Service Commission of West Virginia*, 262 US 679 (1923).

- 
- <sup>89</sup> Décision D-2013-102; Décision RH-1-2008, p. 6-7; Décision RH-2-2004, Phase II, p. 6; Décision RH-2-2004, Phase II, TransCanada Pipeline Limited, p. 17; Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas); Décision NL BPCU Order No. P.U. 43(2009), p. 11; Décision AUC-2009-216.
- <sup>90</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 148, lignes 18-24.
- <sup>91</sup> Décision EB-2009-0084, p. 19.
- <sup>92</sup> Décision EB-2009-0084, p. 21.
- <sup>93</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 20.
- <sup>94</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.144-Q.151.
- <sup>95</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 148, ligne 24 à p. 149, ligne 13.
- <sup>96</sup> Décision D-2003-93, p. 70.
- <sup>97</sup> Décision D-2002-95, p. 163.
- <sup>98</sup> Décision D-2003-93, p. 71.
- <sup>99</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 68.
- <sup>100</sup> Décision D-96-31, p. 67.
- <sup>101</sup> Décision D-2009-156, par. 290; voir aussi Décision D-2011-182, par. 243-244.
- <sup>102</sup> Décision D-2011-182, par. 243.
- <sup>103</sup> Décision D-2003-93, p. 74.
- <sup>104</sup> Décision D-2009-156, par. 193.
- <sup>105</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 28 à 60.
- <sup>106</sup> Décision D-99-11, p. 45-46.
- <sup>107</sup> Décision D-99-150, p. 10.
- <sup>108</sup> Décision D-2009-156, par. 249.
- <sup>109</sup> Décision D-2010-147, par. 181 (opinion séparée du régisseur Richard Carrier).
- <sup>110</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24; se référer à la section II-F.4 de l'Argumentation.
- <sup>111</sup> Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas), p. 13, 15-16, citant la décision RH-1-2008.
- <sup>112</sup> Décision EB-2009-0084, p. 21-22.
- <sup>113</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 156, ligne 9 à p. 161, ligne 24.
- <sup>114</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 87.
- <sup>115</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 66.
- <sup>116</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 64.
- <sup>117</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74.
- <sup>118</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 89.
- <sup>119</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 96.
- <sup>120</sup> Décision D-2011-182, par. 243; Décision D-2010-147, par. 238-240.
- <sup>121</sup> Décision RH-003-2011, p. 182-183.
- <sup>122</sup> Décision EB-200-084, p. 36-37.
- <sup>123</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 56.
- <sup>124</sup> Rapport Booth, p. 29, lignes 25-27.
- <sup>125</sup> Rapport Booth, p. 29, lignes 3-4.
- <sup>126</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 95-100.
- <sup>127</sup> Rapport Booth, p. 30.
- <sup>128</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.6-Q.9, p. 12-15.
- <sup>129</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 99.
- <sup>130</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 90.
- <sup>131</sup> Approche du coût moyen pondéré du capital après impôt (CMPCAI) D-2009-156; Modèle Fama-French D-2007-116.
- <sup>132</sup> Décisions D-2003-93, p. 70-72; Décision D-99-11, p. 45; Décision D-2007-116, p. 32; Décision D-2009-156, par. 238; Décision D-2010-147, par. 47.
- <sup>133</sup> Décisions D-2003-93, p. 70-72; Décision D-99-11, p. 45; Décision D-2007-116, p. 32; Décision D-2009-156, par. 238; Décision D-2010-147, par. 47.
- <sup>134</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 77-80, p. 84-85.
- <sup>135</sup> Décisions D-2007-116, p. 29-30; Décision D-2009-156, par. 271-282; Décision D-2010-147, par. 72-90.
- <sup>136</sup> Décisions D-2009-156, par. 253 à 263; Décision D-2010-147, par. 62 à 64.
- <sup>137</sup> Décision D-2007-116, p. 27-28; Décision D-2009-156, par. 291-292; Décision D-2010-147, par. 100-101.
- <sup>138</sup> Décision D-2009-156, par. 289 à 292; Décision D-2010-147, par. 98 à 101.
- <sup>139</sup> Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas), p. 60.
- <sup>140</sup> Tableaux synthèses.
- <sup>141</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 150, ligne 8 à p. 151, ligne 5.
- <sup>142</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 68; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 154, ligne 22 à p. 156, ligne 8, p. 173, ligne 16 à p. 174, ligne 23.

- 
- <sup>143</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 69.
- <sup>144</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 173, ligne 16 à p. 175, ligne 4.
- <sup>145</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 150, ligne 8 à p. 151, ligne 4.
- <sup>146</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 183, lignes 5-13; voir également Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.352-Q354, p. 129-132.
- <sup>147</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 85, lignes 1-12.
- <sup>148</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 150, ligne 3 à p. 151, ligne 5; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.354, p. 131-132.
- <sup>149</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.354, p. 131-132.
- <sup>150</sup> Rapport Booth, p. 71, lignes 5-13.
- <sup>151</sup> Rapport Booth, p. 20-22.
- <sup>152</sup> Rapport Booth, p. 22, lignes 15-16.
- <sup>153</sup> Rapport Booth, p. 64-67.
- <sup>154</sup> Rapport Booth, p. 2, ligne 21.
- <sup>155</sup> Décision D-2013-081.
- <sup>156</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding).
- <sup>157</sup> Décision AUC-2011-474.
- <sup>158</sup> Décision NL BCPU Order No. P.U. 17(2012); Décision NL BCPU Order No. P.U. 13(2013).
- <sup>159</sup> Rapport Booth, p. 44, lignes 9-11.
- <sup>160</sup> Décision NL BCPU Order No. P.U. 13(2013), p. 22, lignes 13-20.
- <sup>161</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 59-60.
- <sup>162</sup> Rapport Booth, p. 64, ligne 17; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.159-Q.160.
- <sup>163</sup> Rapport Booth, p. 2, ligne 33.
- <sup>164</sup> Rapport Booth, p. 65, lignes 1-8.
- <sup>165</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 66 lignes 8-17, p. 74, ligne 11 à p. 75, ligne 13.
- <sup>166</sup> Décision D-2009-156, par. 250.
- <sup>167</sup> Décision D-2003-93, p. 74.
- <sup>168</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74-75; Décision D-99-11, p. 45; Décision D-99-150, p. 9-10.
- <sup>169</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 75-76; Décision D-2009-156, par. 250; Décision D-2003-93, p. 74.
- <sup>170</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74-75; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 176, lignes 18-24.
- <sup>171</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74-75.
- <sup>172</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 76; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 176, ligne 24 à la page 178, ligne 7.
- <sup>173</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 84, lignes 12-20.
- <sup>174</sup> 0,25%/0,50 (Bêta); 0,55%/0,55 (Bêta).
- <sup>175</sup> 0,25%/0,50 (Bêta); 0,55%/0,55 (Bêta).
- <sup>176</sup> 0,40%/0,50 (Bêta); 0,40%/0,60 (Bêta).
- <sup>177</sup> 0,25%/0,50 (Bêta); 0,40%/0,60 (Bêta).
- <sup>178</sup> Décision D-2009-156, par. 257, 262, 263.
- <sup>179</sup> Décision D-2010-147, par. 61-64, 113.
- <sup>180</sup> En novembre 2011, la Régie agissait de manière identique en retenant un ajustement séparé de 25 à 40 points de base pour tenir compte des écarts de crédit, Décision D-2011-182, par. 290.
- <sup>181</sup> En mai 2013, dans les dossier R-3807-2012 et R-3811-2012, la Régie fixait à 40 points de base l'ajustement pour tenir compte des écarts de crédit, Décision D-2013-081, par. 139.
- <sup>182</sup> Annexe B du Rapport Booth, cote C-AQCIE-CIFQ-0025, (**Annexe B du Rapport Booth**), p. 14, lignes 10-11.
- <sup>183</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.252-Q.254, p 223-224.
- <sup>184</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 1.
- <sup>185</sup> Tableaux synthèses.
- <sup>186</sup> Tableaux synthèses.
- <sup>187</sup> Rapport Booth, p. 6-28.
- <sup>188</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 11, lignes 10-11, 16-17.
- <sup>189</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 11, lignes 10-11, 16-17.
- <sup>190</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 11.
- <sup>191</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 12, lignes 1-8.
- <sup>192</sup> Annexe B du Rapport Booth, p. 13.
- <sup>193</sup> Présentation de J. Coyne, p. 7.
- <sup>194</sup> Se référer à la section II-F.4 de l'Argumentation.
- <sup>195</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 183, ligne 22 à la pl. 143, ligne 3.

- 
- <sup>196</sup> Rapport Booth, p. 2, lignes 18-21.
- <sup>197</sup> Présentation de J. Coyne, p. 18, note 2.
- <sup>198</sup> Présentation de J. Coyne, p. 18. Le chiffre 6,10 % est la moyenne de 5,67 % et de 6,55 %.
- <sup>199</sup> Se référer aux décisions identifiés à la section II-E.2a).
- <sup>200</sup> Décision NL BCPU Order No. P.U. 13(2013), p. 25, lignes 6-11.
- <sup>201</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 61-62.
- <sup>202</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.366-Q.372, p. 137-142.
- <sup>203</sup> Decision AUC-2011-474, p. 13.
- <sup>204</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 62.
- <sup>205</sup> Décision NL BCPU Order No. P.U. 13(2013), p. 25.
- <sup>206</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 69.
- <sup>207</sup> Décision D-2009-156, par. 265.
- <sup>208</sup> Décision D-2009-156, par. 265.
- <sup>209</sup>  $\beta = 0,50$ .
- <sup>210</sup> Se référer à la section II-E.3.b) de l'Argumentation.
- <sup>211</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.436, p. 193, ligne 8 à p. 195, ligne 18.
- <sup>212</sup> Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas), p. 45.
- <sup>213</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 43-51; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre, vol. 5, Q.284-Q.334, p. 107-122, Q.437-Q.438, p. 43-51.
- <sup>214</sup> Annexe C du Rapport Booth, cote C-AQCIE-CIFQ-006 (**Annexe C du Rapport Booth**), tableau, p. 10; Rapport Concentric – Taux de rendement, Exhibit JMC-6, Schedule 1.
- <sup>215</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 71.
- <sup>216</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 71.
- <sup>217</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.163-164, p. 84-85.
- <sup>218</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 69-74.
- <sup>219</sup> Présentation de J. Coyne, p. 33; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 175, ligne 5 à p. 176, ligne 17; p. 199, ligne 16 à p. 200, ligne 10.
- <sup>220</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74-75.
- <sup>221</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 183, lignes 14-21.
- <sup>222</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 175, ligne 5 à p. 176, ligne 17; p. 199, ligne 16 à p. 200, ligne 10.
- <sup>223</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, Exhibit JMC-6, Schedule 1.
- <sup>224</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 70; Exhibit JMC-6, Schedule 1, notes infrapaginales.
- <sup>225</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 70; Exhibit JMC-6, Schedule 1, notes infrapaginales.
- <sup>226</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 74, lignes 2-8.
- <sup>227</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.122-Q.123, p. 68-69.
- <sup>228</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 9, lignes 12-24, p. 12, ligne 15 à p. 13, ligne 2; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.112, p. 65-66.
- <sup>229</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 32, lignes 1-11; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, , Q.119-Q.121, p. 67-68.
- <sup>230</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 9, lignes 21-24; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.112, p. 65-66.
- <sup>231</sup> Annexe C du Rapport Booth, Schedule 3, p. 16; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.119-Q.121, p. 67-68.
- <sup>232</sup> Tableaux synthèses.
- <sup>233</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.125, p. 69-70, Q.131-Q137, p. 71-74. À noter que la publication GOMBOLA, M.J. et DOUGLAS, R.K. (*Time-Series Processes of Utility Betas: Implications for Forecasting Systematic Risk*, Financial Management, Automne 1990, p. 84-93) ne supporte pas les prétentions du témoin Booth, tel qu'il appert d'une lecture de cet article.
- <sup>234</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.126, p. 70-71.
- <sup>235</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 9, lignes 12, 22.
- <sup>236</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 13.
- <sup>237</sup> Annexe C du Rapport Booth, p. 3.
- <sup>238</sup> Rapport Booth, p. 52.
- <sup>239</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.158-Q.161, p. 81-84.
- <sup>240</sup> Rapport Booth, Annexe C, p. 10.
- <sup>241</sup> Rapport Booth, p. 32, lignes 3-7.
- <sup>242</sup> Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas), p. 45.
- <sup>243</sup> Tableaux Synthèses.

- 
- <sup>244</sup> Décision D-2010-147, par. 185.
- <sup>245</sup> Décision D-2010-147, par. 186.
- <sup>246</sup> Décision D-2009-156, par. 271-282.
- <sup>247</sup> Décision D-2010-147, par. 72-90.
- <sup>248</sup> Décision D-96-31, p. 68-69.
- <sup>249</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 107.
- <sup>250</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 108.
- <sup>251</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.329-Q.331, p. 217-221; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.259, p. 225.
- <sup>252</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.266, p. 229.
- <sup>253</sup> Réponses de L. Booth aux demandes de renseignements de la Régie numéro 1, 24 octobre 2013, Cote C-AQCIE-CIFQ-0032 (**Réponses de L. Booth aux DDRS de la Régie**), questions 12.1, 12.2.
- <sup>254</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.329.
- <sup>255</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4., p. 178, lignes 8-18.
- <sup>256</sup> Rapport Booth, p. 34.
- <sup>257</sup> Cet écart est établi sur la base des données les plus récentes du taux sans risque discuté par le témoin Coyne lors de son interrogatoire, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.262-Q.273, p. 226-233.
- <sup>258</sup> Mémoire corrigé du RNCREQ, 15 octobre 2013, cote C-RNCREQ-0014 (**Preuve corrigée RNCREQ**), p. 33.
- <sup>259</sup> Décision D-2003-93, p. 70.
- <sup>260</sup> Réponses de L. Booth aux DDRS de la Régie, question 12.2.
- <sup>261</sup> Décision D-2010-147, 26 novembre 2010, p. 24.
- <sup>262</sup> Décision D-2011-182, 25 novembre 2011, p. 59; Décision D-2013-081, 17 mai 2013, p. 38.
- <sup>263</sup> Décision D-2011-182, par. 243, 245.
- <sup>264</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 56.
- <sup>265</sup> Présentation de J. Coyne, p. 18; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 180, ligne 8 à p. 182, ligne 21.
- <sup>266</sup> Présentation de J. Coyne, p. 38; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 203-205.
- <sup>267</sup> Rapport Booth, p. 2, ligne 21; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.388-Q.391, p. 272-275.
- <sup>268</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.76, p. 45.
- <sup>269</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.388-Q.391, p. 272-275.
- <sup>270</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.370, p. 267-268.
- <sup>271</sup> Rapport Booth, p. 22-34, 37-39.
- <sup>272</sup> Rapport Booth, p. 20, 39-44.
- <sup>273</sup> Présentation PowerPoint de L. Booth intitulée « *Fair Return and Capital Structure for HQT & HQD* », 4 novembre 2013, cote C-CQCIE-CIFQ-0039 (**Présentation de L. Booth**), p. 17-19.
- <sup>274</sup> Rapport Booth, p. 80-85; Annexe D du Rapport Booth, cote C-AQCIE-CIFQ-0027, (**Annexe D du Rapport Booth**), section « *Individual Company Estimates* »; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, p. 86.
- <sup>275</sup> Rapport Booth, p. 84-85.
- <sup>276</sup> Annexe D du Rapport Booth, p. 3.
- <sup>277</sup> Annexe D du Rapport Booth, section « *Individual Company Estimates* ».
- <sup>278</sup> Annexe D du Rapport Booth, huitième feuillet, deuxième paragraphe avant la conclusion.
- <sup>279</sup> Décision NL BCPU P.U. 43(2009), p. 15, lignes 14-18.
- <sup>280</sup> Décision EB-2009-0084, p. 37.
- <sup>281</sup> Présentation de J. Coyne, p. 18.
- <sup>282</sup> Présentation de L. Booth, graphique, p. 13.
- <sup>283</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 87.
- <sup>284</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 87.
- <sup>285</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 88.
- <sup>286</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 88.
- <sup>287</sup> Décision D-2010-147, p. 16.
- <sup>288</sup> Décision D-2011-182, p. 55.
- <sup>289</sup> Décision D-2013-081, p. 35.
- <sup>290</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 80-84, 90-95.
- <sup>291</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 197, ligne 12 à p. 198, ligne 5; Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 95-99.
- <sup>292</sup> Présentation de J. Coyne, p. 32.
- <sup>293</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.209-Q.213, p. 199.

- 
- <sup>294</sup> BOOTH, L. et CLEARY, W.S., Introduction to Corporate Finance, Second Edition, avril 2010, p. 265; voir aussi Annexe D du Rapport Booth, p. 4.
- <sup>295</sup> Global Settlement de 2003; Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 90-95. Plus précisément, des modifications à la réglementation ont été mises en œuvre dans le but de permettre la présentation fidèle et d'enrayer les biais des analystes. Selon Concentric, des lignes directrices importantes (Regulation FD, Global Analysts Research Settlement) ont été mises en place par le SEC, la Bourse de New York, le procureur général de New York et d'autres organismes de réglementation de l'État, afin de promouvoir la présentation fidèle et complète de l'information et de limiter l'interaction entre les analystes et les banques d'investissement.
- <sup>296</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 198, ligne 6 à p. 199, ligne 15; Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 95-99.
- <sup>297</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 95.
- <sup>298</sup> Se référer aux sections II-C.2 et II-D.1 de l'Argumentation.
- <sup>299</sup> Présentation de J. Coyne, p. 32; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 162, ligne 10 à p. 163, ligne 8.
- <sup>300</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 199, lignes 4-15.
- <sup>301</sup> Présentation de J. Coyne, p. 11; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 163, ligne 21 à p. 165, ligne 2.
- <sup>302</sup> Présentation de J. Coyne, p. 4.
- <sup>303</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 165, ligne 3 à p. 167, ligne 1.
- <sup>304</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 167, ligne 2 à p. 170, ligne 12.
- <sup>305</sup> Rapport Booth, p. 84-85; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.18-Q.29, p. 22-27.
- <sup>306</sup> Rapport de Moody's du 23 septembre 2013.
- <sup>307</sup> Décision BCUC, 16 décembre 2009 (Terasen Gas), p. 14.
- <sup>308</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.18-Q.30, p. 22-27.
- <sup>309</sup> Preuve corrigée RNCREQ, p. 43-45.
- <sup>310</sup> Preuve AQCIE-CIFQ; témoignage de O. Charest, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, Q.169-Q.177, p. 87-91.
- <sup>311</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 4 novembre 2013, vol. 6, Q.370-Q.371, p. 267-268, Q.388-Q.391, p. 272-274.
- <sup>312</sup> Présentation de J. Coyne, p. 4-6; Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 34-41. Se référer, notamment, aux constats faits aux sections II-A et II-F.4.e).
- <sup>313</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 170, ligne 14 à p. 171, ligne 1.
- <sup>314</sup> Présentation de J. Coyne, p. 15; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 171, ligne 24 à p. 172, ligne 25.
- <sup>315</sup> Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 de l'AQCIE-CIFQ, Partie 1, cote B-0045, p. 24.
- <sup>316</sup> Présentation de J. Coyne, p. 14.
- <sup>317</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 171, ligne 23.
- <sup>318</sup> Présentation de J. Coyne, p. 16; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 172, ligne 13 à p. 173, ligne 6.
- <sup>319</sup> Présentation de J. Coyne, p. 28; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 193, lignes 6-22.
- <sup>320</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 170, ligne 14 à p. 171, ligne 23.
- <sup>321</sup> Présentation de J. Coyne, p. 30.
- <sup>322</sup> Se référer à la section II-C.1 de l'Argumentation.
- <sup>323</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 194, ligne 2 à p. 195, ligne 3.
- <sup>324</sup> Présentation de J. Coyne, p. 30; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 195, ligne 3 à p. 196, ligne 2.
- <sup>325</sup> Décision D-96-31, p. 65; voir aussi Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 196, ligne 3 à p. 197, ligne 12.
- <sup>326</sup> Témoignage de G. Gaudreau, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 143, lignes 16-24; témoignage de G. Gaudreau, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.441, p. 202.
- <sup>327</sup> Présentation PowerPoint du Transporteur et du Distributeur intitulé Taux de rendement des capitaux propres pour le Transporteur et le Distributeur, pièce HQDT-6, Document 3, cote B-0092 (**Présentation du Transporteur et du Distributeur**), p. 4.
- <sup>328</sup> Rapport Booth, p. 4, lignes 13-15.
- <sup>329</sup> Témoignage de G. Gaudreau, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 143, lignes 7-15.
- <sup>330</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 189, ligne 8.

- 
- <sup>331</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 151, ligne 6 à p. 154, ligne 20, p. 190.
- <sup>332</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 152, lignes 5-24.
- <sup>333</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 152, lignes 5-24.
- <sup>334</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24.
- <sup>335</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24.
- <sup>336</sup> Présentation de J. Coyne, p. 24.
- <sup>337</sup> Présentation de J. Coyne, p. 26; *témoignage* de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 191, lignes 7-22.
- <sup>338</sup> Présentation de J. Coyne, p. 26; *témoignage* de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 191, ligne 23 à p. 192, ligne 6.
- <sup>339</sup> Présentation de J. Coyne, p. 26; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 192, ligne 7 à p. 193, ligne 5.
- <sup>340</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.437-Q.438, p. 196-201.
- <sup>341</sup> Présentation de J. Coyne, p. 23.
- <sup>342</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 1<sup>er</sup> novembre 2013, vol. 5, Q.314-Q.334.
- <sup>343</sup> À l'annexe JMC-9 de son témoignage, l'expert Coyne présente, selon l'horizon de temps (30, 90 ou 180 jours) et par groupe de référence (canadien ou américain) l'ensemble des intrants pour chaque compagnie de comparaison (dividende annuel versé, cours moyen de l'action selon l'horizon de temps, taux projeté des bénéfices par action) et procède à l'évaluation de cette variante du modèle d'AFM. Voir Pièce B-0007, Exhibit JMC-9, Schedules 1-6.
- <sup>344</sup> À l'annexe JMC-10 de son témoignage, l'expert Coyne présente, selon l'horizon de temps (30, 90 ou 180 jours) et par groupe de référence (canadien ou américain) l'ensemble des intrants pour chaque compagnie de comparaison (dividende annuel versé, taux projeté des bénéfices par action, taux de rétention des bénéfices, nombre d'actions ordinaires en circulation, valeur aux livres par action) et calcule le taux de croissance soutenable utilisée ensuite pour l'évaluation de cette variante du modèle d'AFM. Voir Pièce B-0007, Exhibit JMC-10, Schedules 1-4.
- <sup>345</sup> À l'annexe JMC-11 de son témoignage, l'expert Coyne présente, selon l'horizon de temps (30, 90 ou 180 jours) et par groupe de référence (canadien ou américain) l'ensemble des intrants pour chaque compagnie de comparaison (dividende annuel versé, cours moyen de l'action selon l'horizon de temps, taux moyen projeté des bénéfices par action et le taux de croissance de l'économie (PIB)) et procède à l'évaluation de cette variante du modèle d'AFM. Voir Pièce B-0007, Exhibit JMC-11, Schedules 1-6.
- <sup>346</sup> Réponses du Transporteur et du Distributeur à la demande de complément de preuve de la Régie de l'énergie, 27 août 2013, pièce HQT-D-3, document 1, cote B-0020, (**Complément de preuve des Demandeurs**), réponse 3.1
- <sup>347</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 3.1.
- <sup>348</sup> Annexe D du Rapport Booth, p. 14.
- <sup>349</sup> Annexe D du Rapport Booth, p. 14; Présentation de J. Coyne, p. 19.
- <sup>350</sup> Annexe D du Rapport Booth, p. 14; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, p. 38-40.
- <sup>351</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, p. 24.
- <sup>352</sup> Annexe D du Rapport Booth, p. 14; témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, p. 45.
- <sup>353</sup> Témoignage de L. Booth, notes sténographiques du 5 novembre 2013, vol. 7, p. 45.
- <sup>354</sup> Présentation de J. Coyne, p. 17; témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 180, ligne 8 à p. 182, ligne 21.
- <sup>355</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 172, ligne 12 à p. 173, ligne 6.
- <sup>356</sup> Témoignage de G. Gaudreau, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 144, ligne 11 à p. 145, ligne 3.
- <sup>357</sup> Preuve corrigée du RNCREQ.
- <sup>358</sup> Mémoire de Union des consommateurs, 15 octobre 2013, cote C-UC-0013 (**Preuve d'UC**), p. 21.
- <sup>359</sup> Preuve d'UC, p. 4-5.
- <sup>360</sup> Décision D-2003-93, p. 75, calculé comme suit :  $3,40 \% = 6,19 \% (\text{prime de risque du marché}) * 0,55 (\text{Bêta})$ .
- <sup>361</sup> Décision D-2005-50, p. 57, calculé comme suit :  $3,28 \% = 6,19 \% (\text{prime de risque du marché}) * 0,53 (\text{Bêta})$ . Le bêta avait été fixé préalablement dans la décision D-2002-95 page 166.
- <sup>362</sup> Preuve des Demandeurs, p. 18.
- <sup>363</sup> Décision D 2013-117.
- <sup>364</sup> Se référer à la section II-C.2.
- <sup>365</sup> Présentation du Transporteur et du Distributeur, p. 3.
- <sup>366</sup> Rapport Booth, p. 57-58.
- <sup>367</sup> Rapport Concentric – FAA, p. 2-5; Décision D-2010-147, Annexe 1; Décision D-2011-182, Annexe 2; Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding), p. 190; Décision EB-2009-0084, Appendix B; Décision AUC-2011-474.
- <sup>368</sup> Décision D-2010-147; Décision D-2011-182.

---

<sup>369</sup> Décision EB-2009-0084, Appendix B.

<sup>370</sup> Décision BCUC, 10 mai 2013 (Generic Cost of Capital Proceeding).

<sup>371</sup> Décision AUC-2011-474.

<sup>372</sup> Décision D-2010-147.

<sup>373</sup> Décision D-2013-102, par. 38.

<sup>374</sup> Décision D-2011-182.

<sup>375</sup> Voir tableau synthèse à la Présentation J. Coyne, p. 8; Rapport Concentric – FAA, p. 3-6.

<sup>376</sup> Rapport Concentric – FAA, p. 7-8.

<sup>377</sup> Rapport Booth, p. 37-44; Rapport Concentric – FAA, p. 84-86.

<sup>378</sup> Rapport Concentric – FAA, p. 7-8.

<sup>379</sup> Témoignage de J. Coyne, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 202, ligne 16 à p. 203, ligne 14.

<sup>380</sup> Rapport Concentric – Taux de rendement, p. 7.

<sup>381</sup> Rapport Booth, p. 2, lignes 33-35.

<sup>382</sup> Rapport Booth, p. 2, ligne 34.

<sup>383</sup> Décision D-2012-024, par. 58; Décision D-2013-037, par. 91.

<sup>384</sup> Preuve des Demandeurs, p. 26.

<sup>385</sup> Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 de la Régie de l'énergie, 4 octobre 2013 révisées le 11 octobre 2013, pièce HQT-D-5, Document 1, cote B-00751, (**Réponses aux DDRs de la Régie No 1**), question 2.2.

<sup>386</sup> Preuve des Demandeurs, p. 27.

<sup>387</sup> Dossier R-3814-2012, décision D-2012-037, par. 58.

<sup>388</sup> Demande de modification des tarifs et conditions des services de transport d'Hydro-Québec à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012; voir la décision D-2012-059, par. 154.

<sup>389</sup> Demande relative à l'établissement des tarifs d'électricité de l'année tarifaire 2013-2014; voir les décisions D-2012-097 (par. 19 et 20), D-2012-119 (par. 13) et D-2013-37 (par. 31, 32, 38, 54, 55 et 58).

<sup>390</sup> Cette question fait présentement l'objet d'un délibéré devant la Régie. Le MTÉR proposé ne présume pas de la décision à être rendue par la Régie sur cette question et demeure approprié en l'espèce, indépendamment de cette question.

<sup>391</sup> Demande du Transporteur et du Distributeur intitulée « Demande d'approbation du taux de rendement des capitaux propres et du mécanisme de traitement des écarts de rendement », 19 avril 2013, cote B-0002 (**Demande**), par. 18.

<sup>392</sup> Preuve des Demandeurs, p. 23.

<sup>393</sup> Preuve des Demandeurs, p. 21; Rapport Concentric - MTÉR, p. 10 ; Présentation PowerPoint de Concentric Energy Advisors intitulée « Earnings Sharing Mechanism », 24 octobre 2013, pièce HQT-D-6, Document 2, cote B-0089 (**Présentation de R. Yardley**), p. 3; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 51.

<sup>394</sup> Décision D-2013-117, par. 51.

<sup>395</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 77-78.

<sup>396</sup> Preuve des Demandeurs, p. 21, 23 et suivantes.

<sup>397</sup> Rapport de M. Robert C. Yardley de Concentric Energy Advisors sur le taux de mécanisme de partage des écarts de rendement, « Earnings Sharing Mechanism », 19 avril 2013, pièce HQT-D-2, document 2, cote B-0008, (**Rapport Concentric - MTÉR**), p. 8, lignes 5-9.

<sup>398</sup> Article 48.1(3°) LRE.

<sup>399</sup> Rapport de M. Paul Centolella pour la Fédération canadienne des entreprises indépendantes, « Earnings Sharing Mechanisms », 15 octobre 2013, cote C-FCEI-0046, (**Rapport Centolella**), p. 5.

<sup>400</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 63-64.

<sup>401</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 63-64.

<sup>402</sup> Voir Réponse de M. Centolella à l'engagement 2 de la FCEI intitulé « Paul Centolella Undertaking 2: Information Asymmetry and ESMs in the Economic Literature », 4 novembre 2013, cote C-FCEI-0066.

<sup>403</sup> Voir par. 340 à 345 de l'Argumentation.

<sup>404</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 8; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 50; Présentation de R. Yardley, p. 2.

<sup>405</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 75.

<sup>406</sup> Témoignage Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 136-137.

<sup>407</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 135.

<sup>408</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 55, 126.

<sup>409</sup> Voir, à titre d'exemples le raffinement des modèles (1) de prévision de la dépense de mauvaises créances, et (2) de prévision des ventes, détaillé au Complément de preuve, questions 9.4, et 13.5.

<sup>410</sup> Voir le témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 111, 112, 124-125; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 64-65.



- 
- <sup>411</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 8; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 124-125.
- <sup>412</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 10.3, p. 22, lignes 6-9; voir Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 de la FCEI, Partie 2, pièce HQTD-5, Document 5.2, cote B-0051, (**Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 2**, à la question 3.8, p. 9; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 116-118.
- <sup>413</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 135-137.
- <sup>414</sup> Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 2, à la question 3.8, p. 9; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 124-125.
- <sup>415</sup> Voir, entre autres, témoignage de R. Yardley; notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 144-149.
- <sup>416</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 61.
- <sup>417</sup> Voir section V-C.2 de l'Argumentation.
- <sup>418</sup> Voir, entre autres, témoignages de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 61; de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 68; J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 36-37.
- <sup>419</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 44, 45, 125-128.
- <sup>420</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 61.
- <sup>421</sup> Article 48.1(1°) et (2°) LRÉ.
- <sup>422</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 61.
- <sup>423</sup> Preuve des demandeurs, p. 23; Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 29.1; Complément de preuve des Demandeurs, réponses 12.3, 12.4.
- <sup>424</sup> Voir aussi l'exigence désormais contenue à l'article 48.1(1°) et (2°) LRÉ.
- <sup>425</sup> Preuve des Demandeurs, p. 24, lignes 25-29.
- <sup>426</sup> Preuve des Demandeurs, p. 24, lignes 25-29.
- <sup>427</sup> Voir section V-C.3.d) de l'Argumentation; Complément de preuve des Demandeurs, réponses 12.2, 12.3, 12.4; Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 29.1[sic].
- <sup>428</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 22, 77-79, 95-96, 133.
- <sup>429</sup> Voir par ailleurs les décisions D-2012-024, D-2012-059, D-2012-097, D-2012-126, D-2013-030, D-2013-037 et D-2013-069 où il appert de la Régie a accepté l'approche procédurale proposée par le Transporteur et Distributeur pour traiter de ces sujets liés; voir également la décision procédurale D-2012-119 où la Régie a refusé d'aborder le sujet du MTÉR en confirmant que le Distributeur a lié la proposition à venir d'un MTÉR à la révision de la méthode d'établissement de son taux de rendement.
- <sup>430</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 10.
- <sup>431</sup> Voir Décision D-2009-156; Décision D-2010-147, par. 22-27; Décision 2011-182, par. 175-180 sur les critères applicables à la détermination du taux de rendement.
- <sup>432</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 10.
- <sup>433</sup> Mémoire d'Option consommateurs, 15 octobre 2013, cote C-OC-0019, (**Preuve d'OC**), p. 14; notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 33-35; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 81-83.
- <sup>434</sup> Décision D-2011-156, par. 193.
- <sup>435</sup> Témoignage de J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 33-35.
- <sup>436</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 69-70, 149.
- <sup>437</sup> Voir, entre autres, le témoignage de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 97; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 140-141; Preuve d'OC, p. 12-14; Mémoire du GRAME, 15 octobre 2013, cote C-GRAME-0011 (**Preuve du GRAME**), p. 7; Preuve d'UC, p. 22.
- <sup>438</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 31.1, p. 13.
- <sup>439</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 72-73. Rapport Concentric – MTER, p. 16.
- <sup>440</sup> Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 2, à la question 3.7, p. 8; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 75.
- <sup>441</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 52, 68.
- <sup>442</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 15.1.
- <sup>443</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 9; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 50, 61.
- <sup>444</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 52, 68-69.
- <sup>445</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 58, 68.
- <sup>446</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 44, 45, 125; témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 127.
- <sup>447</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 68.
- <sup>448</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 127.

- 
- <sup>449</sup> Rapport Concentric - MTÉR, p. 6.
- <sup>450</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 15.2.
- <sup>451</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 172; voir aussi témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 132-133.
- <sup>452</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 11.1; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 75.
- <sup>453</sup> Présentation de R. Yardley, p. 3; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 52-53, 172-173.
- <sup>454</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 10.2; Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 2, question 3.7.
- <sup>455</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 65.
- <sup>456</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 135-138.
- <sup>457</sup> Rapport Centolella, p. 6; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 135-138.
- <sup>458</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 135-138.
- <sup>459</sup> Rapport Centolella, p. 10-11, 24-25; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 118 et suivantes.
- <sup>460</sup> Rapport Centolella, p. 11, 25; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 118 et suivantes.
- <sup>461</sup> Rapport Centolella, p. 11, 23 : *Petition of Massachusetts Electric Company and Nantucket Electric Company*, Massachusetts Department of Public Utilities Commission case No. 09-30, Opinion and Order (November 30, 2009).
- <sup>462</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 58.
- <sup>463</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 79-81.
- <sup>464</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 77-78.
- <sup>465</sup> Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 de la FCEI, Partie 1, pièce HQTD-5, Document 5.1, cote B-0050, (**Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 1**), à la question 6.1, p. 9; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 79, 95-96.
- <sup>466</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 56-59.
- <sup>467</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 159-160.
- <sup>468</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 13.5; voir aussi le témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 56 ; Rapport Concentric - MTÉR, p. 16.
- <sup>469</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 56, 59, 60, 74.
- <sup>470</sup> Et son expert-conseil, le Dr. Higgin : voir témoignage de J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 35 à 36; Preuve d'OC, p. 15.
- <sup>471</sup> Preuve d'OC, p. 15; voir témoignage de J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 35-36.
- <sup>472</sup> Témoignage de J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 21-32.
- <sup>473</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 72-73.
- <sup>474</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 56-57, 72-73.
- <sup>475</sup> Voir les positions exprimées par l'ACEFQ, le RNCREQ, le GRAME, UC.
- <sup>476</sup> Voir témoignage de P. Paquin, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 95.
- <sup>477</sup> Réponse du GRAME à la DDR de la Régie, question 1.2.
- <sup>478</sup> Preuve d'UC, p. 23.
- <sup>479</sup> Voir témoignage de M.-A. Moisan-Plante, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 57-59.
- <sup>480</sup> Voir témoignage de M.-A. Moisan-Plante, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 57-59; voir témoignage de R. Yardley quant au caractère « extraordinary » de la zone-clients et « créatif » de l'approche proposée, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 86-88.
- <sup>481</sup> Elle est notamment contraire à l'exigence contenue à l'article 48(3) LRÉ.
- <sup>482</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 86; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 164-165.
- <sup>483</sup> Rapport de Jacques Fontaine, ing. préparé pour SÉ-AQLPA, 15 octobre 2013, cote C-SÉ-AQLPA-0015, (**Preuve de SÉ-AQLPA**), p. 12.
- <sup>484</sup> Décision D-2013-106, dossier R-3809-2012, Phase 2, du 15 juillet 2013.
- <sup>485</sup> Dans cette décision, la Régie a adopté un MTÉR sans zone sans partage, avec une clé de répartition, pour les premiers 50 points de base en parts égales entre Gaz Métro et sa clientèle et, au-delà des 50 premiers points de base, en totalité à la clientèle (Décision D-2013-106, par. 388).
- <sup>486</sup> Décision D-2013-106, par. 385, 388.
- <sup>487</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 44-45.
- <sup>488</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponses 10.1 et Attachment 10.1.
- <sup>489</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponses 11.1, 33.3; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 54; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 18.

- 
- <sup>490</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 61.
- <sup>491</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 18.
- <sup>492</sup> Rapport Centolella, p. 24, 25; témoignage de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 64, 65.
- <sup>493</sup> Preuve du GRAME, p. 33; Preuve de SÉ-AQLPA, p. 12.
- <sup>494</sup> Preuve d'UC, p. 23.
- <sup>495</sup> Voir Réponses du RNCREQ aux demandes de renseignements de la Régie, 24 octobre 2013, cote C-RNCREQ-0017 (**Réponses du RNCREQ aux DDRs de la Régie**), question 1.1.
- <sup>496</sup> Réponses du RNCREQ aux DDRs de la Régie, question 1.1.
- <sup>497</sup> Témoignage de P. Paquin, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 94-96.
- <sup>498</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 92.
- <sup>499</sup> Témoignage S. Verret, notes sténographique du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 143.
- <sup>500</sup> Voir témoignage de J. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 18-19; Rapport d'OC, p. 10, présentée par l'expert-conseil Higgin.
- <sup>501</sup> Témoignage S. Verret, notes sténographique du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 151-152; Complément de preuve des Demandeurs, réponses 13,2, 33.3.
- <sup>502</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 150-151.
- <sup>503</sup> Voir Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 122-123; Rapport Centolella, p. 21; Preuve d'OC, p. 10; Preuve de l'ACEF de Québec, version corrigée, 15 octobre 2012[sic], cote C-ACEFQ-0018, (**Preuve de l'ACEFQ**), p. 29 ; nous comprenons par ailleurs que UC ne distingue pas l'origine des écarts et applique le MTÉR à l'écart global en fin d'année, Preuve d'UC, p. 22 et suivantes.
- <sup>504</sup> Voir décision D-2013-106, par. 387.
- <sup>505</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 16.2.
- <sup>506</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 140.
- <sup>507</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 122-123.
- <sup>508</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 13-14.
- <sup>509</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 140-141.
- <sup>510</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 136-137, et du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 94-95 sur le «*nightmare analysis*»; témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 141-143; témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 123.
- <sup>511</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 48-49.
- <sup>512</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 124, 125; réponse à la question de la SÉ-AQLPA 1.18a).
- <sup>513</sup> Témoignage de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 73-93; Présentation PowerPoint de M. Gosselin, intitulée « Présentation de la FCEI », 25 octobre 2013, cote C-FCEI-0063, p. 2 : utilisation des termes « peut-être » et « probable ».
- <sup>514</sup> Témoignage de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 71.
- <sup>515</sup> Témoignage de A. Gosselin, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 107-108.
- <sup>516</sup> Témoignage de P. Centolella, notes sténographiques du 30 octobre 2013, vol. 3, p. 122-123.
- <sup>517</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 55; Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 31.2, annexe 31.2, démontrant des rendements réalisés similaires ou supérieurs par Enbridge Gas et Montana-Dakota.
- <sup>518</sup> Preuve du GRAME, p. 21; Preuve de SÉ-AQLPA, p. 7-10.
- <sup>519</sup> Référence au témoignage de M. Fontaine de la SÉ-AQLPA, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 126.
- <sup>520</sup> Preuve corrigée du RNCREQ, p. 42; témoignage de P. Paquin, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 89.
- <sup>521</sup> Témoignage de P. Paquin, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 99-100.
- <sup>522</sup> Sous réserve de la création de comptes d'écarts afin de disposer de la part des écarts constatés attribuée à leurs clients respectifs, discutés à la section V-C.3.d) de l'Argumentation.
- <sup>523</sup> Voir Décisions D-2010-022, D-2011-024 et D-2011-028.
- <sup>524</sup> Preuve d'OC, p. 18.
- <sup>525</sup> Preuve de l'ACEFQ, p. 28.
- <sup>526</sup> Décision D-2013-114, par. 51; voir notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 138-140; voir lettre de Norton Rose Fulbright Canada du 29 octobre 2013.
- <sup>527</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, questions 28.1, 29.1; Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 1, questions 3.1, 3.4.
- <sup>528</sup> Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 1, questions 3.1, 3.4; Complément de preuve des Demandeurs, réponse 14.1.
- <sup>529</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 14.1.

- 
- <sup>530</sup> Voir le témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 111, 112, 124-125; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 64-65.
- <sup>531</sup> Preuve de l'ACEFQ, p. 30.
- <sup>532</sup> Preuve de SÉ-AQLPA, p. 7-9.
- <sup>533</sup> Preuve de l'ACEFQ, p. 24-26; Preuve de SÉ-AQLPA, p. 8.
- <sup>534</sup> Voir témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 120; voir aussi la section V-C.2.b) de l'Argumentation quant à la question des comptes d'écart.
- <sup>535</sup> Voir témoignage de Nicole Moreau, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 81-82.
- <sup>536</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 28.1.
- <sup>537</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 33.3.
- <sup>538</sup> Preuve des Demandeurs, p. 25.
- <sup>539</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 54.
- <sup>540</sup> Preuve des Demandeurs, p. 25-26.
- <sup>541</sup> Preuve des Demandeurs, p. 26.
- <sup>542</sup> Preuve de l'ACEFQ, p. 30.
- <sup>543</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 164-165.
- <sup>544</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 117-118.
- <sup>545</sup> Rapport Centolella, p. 6; voir aussi par.340 à 345 de l'Argumentation.
- <sup>546</sup> Réponses aux DDRs de la FCEI, Partie 1, à la question 6.1, p. 9.
- <sup>547</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 19.1; Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 de SÉ-AQLPA, 4 octobre 2013, pièce HQDT-5, Document 9, cote B-0057, **(Réponses aux DDRs de SÉ-AQLPA)**, question 1.22.
- <sup>548</sup> Réponses du Transporteur et du Distributeur aux demandes de renseignements numéro 1 d'OC, 4 octobre 2013, pièce HQDT-5, Document 7, cote B-0054, **(Réponses aux DDRs d'OC)**, question 3.2.
- <sup>549</sup> Réponses aux DDRs d'OC, question 3.3.
- <sup>550</sup> Rapport Centolella, p. 25.
- <sup>551</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 19.1.
- <sup>552</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 12.1.
- <sup>553</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 19.1; Réponses du Transporteur et du Distributeur à la demande de renseignements numéro 1 du GRAME, 4 octobre 2013, pièce HQDT-5, Document 6, cote B-0053, **(Réponses aux DDRs du GRAME)**, question 2.1.
- <sup>554</sup> Réponse au Complément de preuve des Demandeurs, question 12.1; Réponses du Transporteur et du Distributeur à la demande de renseignements numéro 1 de l'ACEFQ, 4 octobre 2013, pièce HQDT-5, Document 3, cote B-0043, **(Réponses aux DDRs de l'ACEFQ)**, questions D6, D6.1, D6.2.
- <sup>555</sup> Réponses aux DDRs d'OC, question 5.1; témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 118-122; témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 122-125.
- <sup>556</sup> Complément de preuve des Demandeurs, réponse 19.2.
- <sup>557</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 32.1; Réponses aux DDRs du GRAME, question 5.4.
- <sup>558</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, question 32.1; témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 43-44.
- <sup>559</sup> Voir notamment les décisions D-2006-34 et D-2007-12.
- <sup>560</sup> Témoignage de N. Moreau, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 74-76.
- <sup>561</sup> « *On essaierait de trouver une solution qui se cherche un problème* », témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 42-45.
- <sup>562</sup> Preuve d'OC, p. 17.
- <sup>563</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 42-45.
- <sup>564</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 24 octobre 2013, vol. 1, p. 55.
- <sup>565</sup> Témoignage de S. Verret, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 106.
- <sup>566</sup> Réponses aux DDRs de la Régie No 1, questions 29.1, 29.2; Complément de preuve, réponses 12.3, 12.4.
- <sup>567</sup> Témoignage de R. Yardley, notes sténographiques du 25 octobre 2013, vol. 2, p. 98-101.
- <sup>568</sup> Rapport d'OC, p. 8; témoignage de M. Bélanger, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 17-18.
- <sup>569</sup> Rapport Centolella, p. 21-22.
- <sup>570</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 123.
- <sup>571</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 127.
- <sup>572</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 127.
- <sup>573</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 127-128.
- <sup>574</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 124-125.
- <sup>575</sup> Témoignage de J. Fontaine, notes sténographiques du 31 octobre 2013, vol. 4, p. 128-129.
- <sup>576</sup> Rapport Centolella, p. 21-22.



## Annexe A

<b>Capital Asset Pricing Model</b>	
Inputs	CAPM Reconciled
Risk Free Rate	4.23%
Beta	0.59
Market Risk Premium	6.67%
Sub-Total	8.17%
Flotation Cost	0.30%
Sub-Total	8.47%
Adjustment for Other Models	0.75%
Total	<b>9.22%</b>

<b>Discounted Cash Flow</b>				
<b>Market Averaging Period</b>	<b>Constant Growth</b>	<b>Sustainable Growth</b>	<b>Multi-Stage</b>	<b>Average</b>
Canadian Utility Proxy Group				
Average ROE	11.92%	-	9.15%	10.54%
Flotation Cost	0.30%	-	0.30%	0.30%
Average ROE with Flotation Cost	12.22%	-	9.45%	10.84%
U.S. Electric Utility Proxy Group				
Average ROE	9.28%	8.90%	9.14%	9.11%
Flotation Cost	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
Average ROE with Flotation Cost	9.58%	<b>9.20%</b>	9.44%	9.41%