

C A N A D A

PROVINCE DE QUÉBEC
DISTRICT DE MONTRÉAL

N° : R-3842-2013

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

**HYDRO-QUÉBEC DISTRIBUTION ET
TRANSÉNERGIE**

**(ci-après collectivement « Hydro-
Québec »)**

Demanderesses

et.-.

**L'ASSOCIATION QUÉBÉCOISE DES
CONSOMMATEURS INDUSTRIELS
D'ÉLECTRICITÉ**

(ci-après « AQCIE »)

et.-

**LE CONSEIL DE L'INDUSTRIE
FORESTIÈRE DU QUÉBEC**

(ci-après « CIFQ »)

Intervenants

ARGUMENTATION FINALE DE L'AQCIE ET DU CIFQ

LE 25 NOVEMBRE 2013

TABLE DES MATIÈRES

A. introduction	page 4
B. Le taux de rendement des capitaux propres	page 5
B.1 Le cadre juridique relatif à la détermination du rendement des capitaux propres	page 5
B.2 Les normes, critères et principes d'évaluation du rendement raisonnable :	page 6
B.2.1 La norme réglementaire et les critères d'évaluation du rendement raisonnable :	page 6
B.2.2 Les principes d'évaluation du rendement raisonnable	page 6
B.3 Les méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable :	page 8
B.3.1 Les méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains	page 9
B.3.2 Les méthodes retenues par la Régie :	page 18
B.4 La méthode d'évaluation des actifs financiers (MÉAF) et ces ajustements :	page 20
B.4.1 Le taux sans risque	page 20
B.4.2 La prime de risque du marché	page 25
B.4.3 Le risque relatif du distributeur et du transporteur repères (β)	page 28
B.4.4 Les frais d'émission	page 30
B.4.5 L'ajustement requis pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation	page 31

B.4.6	Le résultat de l'application du MÉAF ajusté, ou « Reconciled CAPM » :	page 32
B.5	La méthode d'actualisation des flux monétaires et ses variantes (AFM ou DCF)	page 34
B.5.1	Les lacunes inhérentes du modèle AFM	page 34
B.5.2	L'absence de données canadiennes fiables et le recours à de prétendus comparables américains	page 34
B.5.3	Les différences structurelles entre les marchés financiers du Canada et ceux des États-Unis	page 39
B.5.4	L'omission de considérer l'analyse de risque de Monsieur Charest	page 40
B.5.5	La nécessité d'apporter des ajustements aux résultats	page 45
B.6	L'opportunité d'une formule d'ajustement automatique	page 45
C.	Le mécanisme de traitement des écarts de rendement	page 49

A. INTRODUCTION

1. Comme indiqué dans la demande d'intervention de l'AQCIE et du CIFQ dans le présent dossier, la présente argumentation porte en priorité sur la question du taux de rendement sur les capitaux propres (TRCP) du Transporteur (HQT) et du Distributeur (HQD) et ce, non seulement pour le compte des membres de l'AQCIE et du CIFQ mais également au nom des intervenants énumérés dans l'extrait suivant du paragraphe 15 de leur demande d'intervention :
 - a. *L'AQCIE et le CIFQ auront la responsabilité première de présenter la preuve et l'argumentation sur la détermination du taux de rendement raisonnable sur les capitaux propres qui devrait être alloué au Transporteur et au Distributeur aux fins de l'établissement de leurs tarifs à compter du 1er janvier 2014. Ainsi, sous réserve du droit des autres intervenants de faire des représentations complémentaires sur cette question, la preuve et l'argumentation sur cet enjeu seront présentées pour le compte non seulement des membres de l'AQCIE et du CIFQ, mais également pour ceux de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI), Option Consommateurs (OC), Union des Consommateurs (UC), l'Association des coopératives d'économie familiale de Québec (ACEF-Q), l'Association des coopératives d'économie familiale de l'Outaouais (ACEF-O) ; »*
2. Pour ce qui est du mécanisme de traitement des écarts de rendement (MTÉR), l'AQCIE et le CIFQ s'en remettent, pour l'essentiel, à la preuve et l'argumentation présentées par la FCEI sur cet aspect du dossier, sous réserve seulement des commentaires supplémentaires formulés à ce chapitre dans la section C de la présente argumentation, le tout conformément à ce qui avait été annoncé dans l'extrait suivant du paragraphe 15 de leur demande d'intervention :
 - b) *C'est la FCEI qui aura la responsabilité première de présenter la preuve et l'argumentation relative à la proposition concernant l'adoption d'un mécanisme de traitement des écarts de rendement (le MTÉR), incluant les enjeux connexes à celle-ci, et, sous réserve du droit des autres intervenants de faire des représentations complémentaires sur cette question, la preuve et l'argumentation sur cet enjeu seront présentées non seulement pour le compte des membres de la FCEI mais également pour l'AQCIE, le CIFQ, l'UC, l'ACEF-Q et l'ACEF-O ; »*

B. LE TAUX DE RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES :

B.1 LE CADRE JURIDIQUE RELATIF À LA DÉTERMINATION DU RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES :

3. Dans la section II B de son argumentation écrite, Hydro-Québec consacre plusieurs paragraphes à relater sa vision du cadre juridique relatif à la détermination du rendement des capitaux propres, notamment quant aux pouvoirs discrétionnaires dont bénéficie la Régie à ce chapitre de même que quant aux devoirs statutaires auxquels la Régie est assujettie.
4. Ayant pris connaissance de ces extraits de la plaidoirie des demandeurs, l'AQCIE et le CIFQ ne contestent aucunement les principes généraux qui y sont énoncés et croient même opportun d'ajouter que, dans certains cas, les demandeurs se bornent à réitérer des évidences dont ni la Régie ni les intervenants concernés ne contestent la pertinence et ce, depuis plusieurs années.
5. Cela dit, l'AQCIE et le CIFQ constatent que, comme si les demandeurs voulaient annoncer d'avance leurs couleurs sur la question de la formule d'ajustement automatique, ils consacrent plusieurs paragraphes pour insister sur le fait que celle-ci ne constitue qu'un outil parmi tant d'autres et qu'elle 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.
6. Bien que ne contestant pas ce principe général, l'AQCIE et le CIFQ tiennent à rappeler qu'à l'instar des formules adoptées par plusieurs autres régulateurs au Canada, la formule d'ajustement automatique initialement approuvée par la Régie dans sa décision D-99-11 rendue en date du 10 février 1999 à l'égard de Gaz Métro était en partie motivée par un souci d'allègement du processus réglementaire et des coûts y associés (à la page 50) :

*« Considérant que ce mécanisme automatique d'établissement du taux de rendement sur l'avoir des actionnaires ordinaires est juste **et qu'il simplifiera le processus de détermination de ce taux et conséquemment réduira les coûts et le temps s'y rattachant**, la Régie approuve, pour une période initiale de trois ans, ce nouvel encadrement réglementaire selon les termes énoncés précédemment. »*

7. L'AQCIE et le CIFQ considèrent que ces objectifs d'allègement réglementaire sont toujours d'actualité et que, malgré les difficultés qui ont été rencontrées

dans l'application de telles formules automatiques d'ajustement au cours des dernières années, il serait regrettable d'avoir à revenir aujourd'hui à un processus périodique long et coûteux d'approbation du taux de rendement nécessitant des audiences auxquelles doivent participer des témoins experts.

8. À titre d'exemple à ne pas suivre à ce chapitre, l'AQCIE et le CIFQ tiennent à rappeler l'expérience vécue dans les causes tarifaires de Gaz Métro pour chacune des années 2007 à 2011 au cours desquelles la Régie a, fort malheureusement, trop souvent été appelée à déterminer le taux de rendement de ce distributeur gazier suite à long et coûteux processus d'audience avec des experts entendus de part et d'autre.

B.2 LES NORMES, CRITÈRES ET PRINCIPES D'ÉVALUATION DU RENDEMENT RAISONNABLE :

B.2.1 La norme réglementaire et les critères d'évaluation du rendement raisonnable :

9. Dans la section II C.1 de leur argumentation, les demandeurs relatent leur compréhension de la norme réglementaire et des critères d'évaluation du rendement raisonnable, tels qu'établis par la Régie et les autres organismes de réglementation en Amérique du Nord au cours des récentes années.
10. Après avoir passé en revue les paragraphes 49 à 54 constituant l'entièreté de cette sous-section, l'AQCIE et le CIFQ ne contestent aucunement les principes généraux qui y sont relatés. Encore une fois, il s'agit ici d'un simple rappel de pures évidences qui n'ont jamais été remises en question, ni par la Régie elle-même ni par les intervenants réguliers. Il importe d'ailleurs de souligner que l'extrait de la décision D-2009-156 cité au paragraphe 49 de l'argumentation de HQTD mentionne expressément que la Régie avait alors noté « *...que ces critères ne sont aucunement contestés par l'ACIG agissant à titre de représentante des associations de consommateurs* ».

B.2.2 Les principes d'évaluation du rendement raisonnable :

11. Dans la sous-section II C.2 de leur argumentation, les demandeurs relatent leur propre compréhension des principes d'évaluation du rendement raisonnable auxquels la Régie devrait être assujettie aux fins de sa décision dans le présent dossier.
12. Or, après avoir passé en revue les paragraphes 55 à 63 constituant l'entièreté de cette sous-section de l'argumentation des demandeurs, l'AQCIE et le CIFQ constatent que, contrairement aux sous-sections précédentes consacrées à la

description du cadre juridique, de la norme réglementaire ou des critères d'évaluation du rendement raisonnable, lesdits paragraphes, loin de relater des principes fondamentaux non contestés, font plutôt la promotion des thèses avancées par HQTQ aux fins de l'application, dans le cadre du présent dossier, des normes et principes applicables à la détermination du rendement raisonnable qu'elle souhaite obtenir.

13. À titre d'exemple non limitatif, le sous-paragraph 55 c) cite hors contexte le paragraphe 243 de la décision D-2011-182 à l'effet que la Régie aurait jugé « *...nécessaire de prendre en considération les résultats produits par le modèle AFM malgré les faiblesses mentionnées plus haut.* » en omettant de mentionner le paragraphe 242 de la même décision dans lequel la Régie avait statué que « *...le MÉAF demeure le modèle de référence le plus approprié pour servir de guide dans la détermination d'un taux de rendement raisonnable sur l'avoir de l'actionnaire* ».
14. Ce même extrait de la décision D-2011-182, que les demandeurs tentent d'élever au rang de principe d'évaluation, omet également de mentionner qu'au paragraphe 245 de cette même décision, la Régie décréta qu'un « *...ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du MÉAF* » était alors justifié pour prendre en considération les résultats du modèle AFM, et ce, alors même que l'expert Coyne propose plutôt un ajustement de 75 points de base au même titre dans le cadre du présent dossier.
15. Au sous-paragraph 55 d) de la même sous-section, les demandeurs citent, encore une fois hors contexte, un extrait de la décision D-2003-93 au soutien d'une affirmation à l'effet qu'il convient 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, en omettant toutefois de mentionner que cet énoncé de la Régie concernait seulement la question des données à utiliser aux fins de l'établissement de la prime de risque du marché dans le cadre de l'application de la méthode du MÉAF, et nulle autre chose. Encore une fois, on voit bien que les demandeurs élèvent au rang de principe d'évaluation un énoncé que la Régie avait formulé dans le cadre de l'application pointue d'un aspect bien précis de la méthode du MÉAF.
16. Au sous-paragraph 55 f), les demandeurs citent un extrait de l'opinion dissidente du régisseur Richard Carrier dans la décision D-2010-147 à l'effet qu'il aurait été également plausible de retenir une valeur de 6,0 % pour la prime de risque du marché calculée uniquement à partir de données américaines, et ce, en omettant de mentionner qu'au paragraphe 59 de cette

même décision, les régisseurs majoritaires avaient décidé d'estimer la prime de risque du marché en utilisant « ...des proportions égales pour les données canadiennes et pour les données américaines ».

17. Au paragraphe 58, les demandeurs poussent leurs affirmations gratuites et hors contexte un cran plus loin en indiquant que « 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 % » et ajoutent même, au paragraphe 59, qu'il n'existe « aucune base rationnelle pour limiter l'usage de données de source américaine à la seule détermination d'une prime de risque du marché ».
18. En effet, sachant que ces affirmations visent d'abord et avant tout la preuve de l'AQCIE et du CIFQ, on ne peut que déplorer le manque de transparence dont les demandeurs font preuve en omettant de mentionner que :
 - L'entièreté de la section VII du rapport du Dr. Booth intitulée « US Estimates » (pages 72 à 85), est consacrée à critiquer l'usage de données de source américaine au Canada sans effectuer les ajustements appropriés pour tenir compte des différences fondamentales au niveau de plusieurs aspects importants de leurs marchés financiers respectifs, notamment au chapitre de l'inflation, du taux de croissance, des taux d'intérêt et des politiques particulières de la Federal Reserve Board par rapport à celles de la Banque du Canada;
 - Les sept pages (37 à 43) de la présentation PowerPoint du Dr. Booth (pièce C-AQCIE-0039) qui sont entièrement consacrées à démontrer que le Canada « ...is NOT the US ».

B.3 LES MÉTHODES D'ÉVALUATION DU TAUX DE RENDEMENT RAISONNABLE :

19. Il ressort clairement du passage suivant de l'expertise du Dr. Coyne, pièce B-0007, que celui-ci utilise prioritairement le modèle AFM ou « DCF » pour « *Discounted Cash Flow* », sur la base exclusivement de données de sources américaines, aux fins de l'évaluation du taux de rendement raisonnable qui devrait être accordé à HQTd dans le cadre du présent dossier (aux pages 112-113) :

*“Under current market conditions, Concentric believes **greater weight should be given to the DCF model.** The average of the DCF method for the U.S. electric utility proxy group produces a relatively tight range of 9.20 percent to 9.58*

*percent, with an average of 9.41 percent. The Canadian DCF produces a range of 9.38 percent to 12.05 percent, averaging 10.71 percent. **Placing more weight on the analytical results produced by the DCF model with U.S. proxy companies** and selecting the lower end of the range due to the lack of generation risk (even though we have not made any offsetting adjustment for higher financial risk), the estimated cost of equity for HQD and HQT is 9.2 percent. This recommended ROE is supported by the range of analytical results produced by DCF analyses for both the Canadian proxy group and the U.S. electric utility proxy group, and can be reconciled with the CAPM with appropriate adjustments.”*

20. Il ressort clairement de cet extrait important que le Dr. Coyne utilise le modèle MÉAF ou CAPM « *Capital Asset Pricing Model* » aux fins seulement de réconcilier le résultat de son modèle DCF américain au moyen de ce qu'il qualifie de « *appropriate adjustments* », lesquels sont quantifiés à 75 points de base au tableau de la page 111 de son rapport, sous la rubrique « *Adjustment for other Models* ».
21. Dans les paragraphes qui suivent de leur argumentation, les demandeurs passent en revue les méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains dans le but évident de démontrer que le modèle DCF américain préconisé par leur expert reçoit l'aval d'un nombre croissant de régulateurs, y compris, faut-il croire, la Régie elle-même. Dans une seconde sous-section, ils passent en revue les ajustements apportés par la Régie dans ses récentes décisions au chapitre des résultats produits par la méthode CAPM.
22. Nous proposons de reprendre, dans les lignes ci-après, l'analyse des arguments essentiels mis de l'avant par les demandeurs dans le même ordre que celui contenu aux paragraphes 65 à 78 de leur texte.

B.3.1 Les méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains :

23. L'AQCIE et le CIFQ ne contestent pas que les modèles DCF et CAPM constituent les deux principales méthodes généralement retenues par les régulateurs canadiens et américains aux fins de l'évaluation du taux de rendement raisonnable d'un monopole réglementé. L'AQCIE et le CIFQ ne contestent pas non plus l'affirmation contenue au paragraphe 70 à l'effet que la l'AFM (le DCF) et ses variantes sont utilisés largement et de façon prépondérante par les régulateurs américains.

24. L'AQCIE et le CIFQ sont toutefois en profond désaccord avec les paragraphes 71 et suivants du texte des demandeurs suggérant qu'un nombre croissant de régulateurs au Canada, y compris la Régie, tiendraient compte des résultats du modèle DCF sans mentionner, comme ils auraient dû le faire, que ce modèle est tantôt utilisé à titre secondaire ou tantôt utilisé sur le même pied que le modèle CAPM mais en y apportant les ajustements nécessaires pour refléter les différences fondamentales entre les marchés financiers du Canada et ceux des États-Unis.
25. Commençons par la Régie pour laquelle, à la référence 120 apparaissant au paragraphe 71 de leur texte, les demandeurs nous renvoient au paragraphe 243 de la décision D-2011-182 (Gaz Métro) et aux paragraphes 238 à 240 de la décision D-2010-147 rendue à l'égard de Gazifère.
26. Pour ce qui est du paragraphe 243 de la décision D-2011-182, nous référons la Régie à nos commentaires ci-dessus à l'égard du sous-paragraphe 55 c) de l'argumentation des demandeurs qui reproduit textuellement cet extrait de ladite décision. Il suffira de retenir que les demandeurs ont totalement omis de mentionner que ce paragraphe suivait le paragraphe 242 préconisant l'usage prioritaire du CAPM et qu'il était lui-même suivi du paragraphe 245 dans lequel la Régie n'a décrété qu'un modeste ajustement de 25 à 50 points de base pour tenir compte des résultats du modèle DCF.
27. Pour ce qui est de la décision D-2010-147, rappelons d'abord que les paragraphes 238 à 240 font partie de l'opinion du régisseur dissident Richard Carrier et non de celle des régisseurs majoritaires. Qui plus est, au paragraphe 239 de cette décision, le régisseur Richard Carrier a clairement indiqué qu'il concluait, comme ses collègues majoritaires, « *...que l'utilisation du MÉAF apparaît, au présent dossier, l'approche de référence la plus fiable* ». Au paragraphe 240, il préconise un modeste ajustement variant entre 10 et 50 points de base de la fourchette des résultats produits par le MÉAF aux fins de tenir compte des autres modèles. On est donc très loin de l'utilisation enthousiaste du modèle DCF au détriment du CAPM.
28. Toujours en regard de la décision D-2010-147, les demandeurs ont omis de référer au paragraphe 47 dans laquelle la Régie indiquait que :

« En regard de la preuve soumise, la Régie retient principalement, aux fins de sa décision, le modèle d'évaluation des actifs financiers. Il s'agit de l'approche retenue par la Régie dans ses décisions antérieures. De plus, ce modèle est reconnu et utilisé tant dans les milieux de la finance que par la majorité des experts témoignant devant les

organismes de réglementation. »

29. Toujours au sujet de la décision D-2010-147, les demandeurs omettent également de reproduire les résultats du tableau I au paragraphe 113 de celle-ci confirmant que la Régie n'a décrété qu'un ajustement modeste de 0,25 % à 0,50 % pour tenir compte des résultats des autres modèles, lequel est de deux fois inférieur à l'ajustement de 75 points de base que préconise le Dr. Coyne dans les résultats de son modèle CAPM aux fins de tenir en compte les résultats de son modèle DCF.
30. Il ressort donc clairement de ceci que, pour la Régie, les deux décisions auxquelles les demandeurs réfèrent à l'appui de l'usage du modèle DCF ont plutôt reconnu les résultats de celui-ci à titre de source secondaire seulement et elles ont toutes deux apporté un modeste ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base pour tenir compte de ses résultats. On est donc à des années-lumières d'un usage prépondérant du modèle DCF au détriment du modèle CAPM.
31. Pire encore, les demandeurs omettent totalement de mentionner la décision D-2013-081 rendue tout aussi récemment que le 17 mai 2013 à l'égard de l'entreprise Intragaz, et ce, alors même que l'expert entendu pour le compte de l'entreprise réglementée était nul autre que le Dr. Gaske de la firme Concentric Advisors, lequel est manifestement un proche collègue de l'expert des demandeurs dans le présent dossier, soit le Dr. Coyne de la même firme.
32. Cela dit, il est opportun de reproduire ici les commentaires formulés par la Régie à l'égard des approches et des modèles différents utilisés par les experts de part et d'autre pour estimer le taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire d'Intragaz :

"[122] L'expert retenu par Intragaz, le Dr Gaske, utilise le modèle d'actualisation des flux monétaires (AFM). Il valide l'estimation obtenue à l'aide d'un modèle de type prime de risque. Le Dr Gaske recommande un taux de rendement sur l'avoir de l'actionnaire de 11,75 % fixe pour 10 ans.

[123] Pour sa part, l'expert retenu par l'ACIG, le Dr Booth, utilise le modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF). Il valide l'estimation obtenue à l'aide du modèle AFM. Ce dernier porte sur l'ensemble du marché canadien et non sur un titre en particulier. Le Dr Booth recommande un taux de rendement autorisé sur l'avoir de l'actionnaire de 8,25 % fixe pour 10 ans.

*[124] **La Régie est d'avis que le modèle 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.

[125] **En regard de la preuve soumise, la Régie retient principalement aux fins de sa décision le modèle MÉAF.** *Il s'agit de l'approche retenue dans ses décisions antérieures. Ce modèle est reconnu et utilisé tant dans les milieux de la finance que par la majorité des experts témoignant devant les organismes de réglementation. »*

33. Qui plus est, le tableau II que l'on retrouve au paragraphe 139 de la décision D-2013-081 confirme une fois de plus que l'ajustement apporté par la Régie pour tenir compte des résultats des autres modèles se chiffrait encore seulement à l'intérieur d'une fourchette 25 à 50 points de base, dont le point médian de 0,375 % représente exactement la moitié de l'ajustement de 0,75 % que préconise le Dr. Coyne au même titre dans le cadre du présent dossier.
34. Considérant que cette décision D-2013-081 constitue la plus récente ayant été rendue par la Régie en matière de rendement, d'une part, et que, par surcroît, l'entreprise réglementée avait retenu les services de la firme Concentric Advisors, d'autre part, l'AQCIE et le CIFQ ne peuvent que déplorer le manque de transparence dont font preuve les demandeurs en omettant de mentionner l'existence de cette décision dans leur argumentation au sujet de la prétendue utilisation du modèle DCF par la Régie de l'énergie.
35. Quant à l'Office national de l'énergie, soulignons que la référence numéro 121 au paragraphe 71 du texte des demandeurs nous renvoie aux pages 182-183 de l'importante décision RH-003-2011 rendue en date du 27 mars 2013 sur la proposition de restructuration de TransCanada Pipelines.
36. Au paragraphe 73 de leur texte, les demandeurs reproduisent *verbatim* les propos tenus par l'ONÉ aux pages 182-183 de sa décision au sujet de l'usage du modèle DCF. On remarquera toutefois que les deux paragraphes de la décision de l'ONÉ cités au paragraphe 73 du texte des demandeurs sont séparés de [...], ce qui indique que certains paragraphes n'ont pas été reproduits. Les paragraphes qui manquent (il y en a trois) se lisent comme suit :

“We were informed by Dr. Booth's use of the DCF model for the market as a whole, and the historic trend in cost of equity estimates calculated with the DCF methodology compared to CAPM estimates. This evidence, in our view, illustrated that

while over time these models should be consistent, mechanical implementation of either model alone at any given point in time may be problematic.

Dr. Vilbert's multi-stage DCF model assumed analyst-estimated growth rates for five years, followed by a decline in growth converging at the long-term GDP growth rate over the following five years. While we believe this is a reasonable assumption for the samples, we note that this may not represent the optimal pattern in appropriately and systematically modeling samples' expected growth in all cases. Our view is that other types of DCF models may have merit, depending on the expected growth pattern of the underlying samples. We see merit in the continuation of this discussion beyond the current case around how best to estimate growth rates, at what stages specific growth rates should apply and at what point the terminal growth rate should be assumed, depending on the samples relied upon or variant of the DCF model used.

*For clarity, we note that although we gave the most weight to the pipeline sample, and the DCF model was not used to estimate the pipeline sample's cost of equity, **we observed that the multi-stage DCF results produced cost of equity estimates greater than the CAPM results for the other two samples. This was further supported by the submissions of Dr. Booth, showing greater cost of equity estimates for the market as a whole using the DCF methodology than using the CAPM methodology. We took this into account by adjusting upward the CAPM results from the pipeline sample in determining the fair return for the Mainline.***

37. De l'avis de l'AQCIE et du CIFQ, il faut déplorer le manque de transparence dont ont fait preuve les demandeurs en omettant d'indiquer que l'ONÉ a apporté des ajustements aux résultats du modèle CAPM aux fins de tenir en compte les distorsions rapportées par le Dr. Booth quant aux résultats des modèles DCF et CAPM qui avaient été mis en preuve.
38. Toujours au sujet de la décision RH-003-2011, il convient de remarquer que les demandeurs ont également omis de reproduire le paragraphe suivant au sujet du modèle CAPM (à la page 181) :

"We are of the view that CAPM is widely accepted as a model to estimate the cost of equity. This model has been relied upon by the Board in the past, and was recognized in this proceeding by expert witnesses of both TransCanada and

intervenors as a valid cost of equity estimation methodology. The Board gave weight to the CAPM results presented in this proceeding.”

39. Quant à la Commission de l'énergie de l'Ontario (*Ontario Energy Board* ou OEB), la note de référence numéro 122 au paragraphe 71 nous renvoie aux pages 36 et 37 d'une décision EB-200-084. Cette référence est erronée et elle aurait dû plutôt se lire comme étant le document EB-2009-0084 constituant le « *Report of the Board on the Cost of Capital of Ontario's Regulated Utilities* » daté du 11 décembre 2009.
40. Notons d'abord que ce document du Ontario Energy Board ne constitue pas une décision avec force obligatoire en matière de taux de rendement mais plutôt un rapport énonçant des politiques générales que l'OEB entendait alors suivre aux fins de la détermination future du coût en capital des entreprises sous sa juridiction. Si on consulte la page 37 de ce rapport sous la rubrique « *Setting the Initial Equity Risk Premium* », on peut constater que la prime de risque retenue par l'OEB constitue essentiellement la moyenne inférieure de toutes les primes de risque recommandées par cinq (5) groupes d'experts différents qui ont été consultés pour les fins du rapport et dont les recommandations sont résumées au tableau I de la page 38 du rapport. Selon ce tableau, on peut constater que lesdits experts ont utilisé une grande variété de méthodes, incluant le CAPM et le DCF, mais également d'autres approches dont il n'a jamais été question dans le cadre du présent dossier. Nulle part dans ce rapport peut-on retrouver des commentaires précis de l'OEB à l'effet de reconnaître expressément le bien-fondé du modèle DCF ou encore de tout autre méthodologie.
41. Ce n'est pas la première fois qu'un distributeur réglementé tente d'invoquer ce rapport de consultation de l'OEB de décembre 2009 comme autorité à être suivie par la Régie en matière de taux de rendement. En effet, Gaz Métro a aussi tenté de mettre ce même document en preuve dans le cadre de sa cause tarifaire R-3752-2011 phase 2 pour l'année tarifaire 2011-2012. Or, et comme en témoigne l'extrait de l'argumentation écrite de l'ACIG dans cet autre dossier, on se souviendra que la FCEI avait produit en preuve une décision de l'OEB rendue à l'égard d'Enbridge en date du 18 mai 2010 confirmant expressément que ce rapport ne constitue aucunement une décision réglementaire en matière de taux de rendement :

“La FCEI a aussi produit, comme pièce FCEI-0036, une décision fort intéressante rendue par l'OEB en date du 18 mai 2010 sur une demande de Enbridge à l'effet d'utiliser un taux de rendement tiré de l'application des nouvelles politiques de 2009 aux fins de calculer les surplus de rendement à être

partagés avec les usagers en vertu de son entente incitative :

« *It is Enbridge's position that the ROE to be used in calculating the ESM should be updated to reflect the Board's recent revision of its cost of capital guidelines. In December of 2009, the Board issued a report which changed some elements of the methodology it had use in establishing the ROE component for regulated utilities in Ontario. »*

Or, aux pages 4 et 5 de cette intéressante décision, l'OEB a précisé comme suit que, pour faire droit à la demande de Enbridge, celle-ci devait convaincre l'OEB que les nouvelles politiques de 2009 en matière de rendement comportaient l'autorité d'une décision réglementaire :

« **In order to prevail, Enbridge must establish that the amended ROE methodology reflected in the December 2009 report represents a regulatory rule** that is prescribed by the Board. First, is the Board's amended ROE methodology a regulatory rule? To answer this question the Board must examine the language used in the December 2009 report on the cost of capital. **In the Board's view it is clear from that report that the amended ROE methodology is not a regulatory rule by any reasonable interpretation.** On page 13 of the report, the Board says : The final "product" of this process, of course, is a Board policy. This was not a hearing process, and it does not – indeed cannot – set rates. The Board's refreshed cost of capital policies will be considered through rate hearings for the individual utilities at which it is possible that specific evidence may be proffered and tested before the Board. Board panels assigned to these cases will look to the report for guidance in how the cost of capital should be determined. **Board panels considering individual rate applications, however, are not bound by the Board's policy,** and where justified by specific circumstances, may choose not to apply the policy (or a part of the policy).

This passage establishes that the Board's intention in amending its ROE methodology through its guideline was to provide guidance to Board panels in considering cost of capital issues and expressly to not create a rule or mandatory direction. The revised ROE methodology is a matter to be considered and applied by the Board in the absence of convincing relevant and sufficient evidence to the contrary. That

is a considerable remove from the effect of a regulatory rule that must be applied, virtually without exception. Apart from this functional analysis, it is noteworthy that the Board in its report on the cost of capital issued in December of 2009 did not refer to it's methodology as representing a "rule".

42. Pour la British Columbia Utilities Commission (BCUC), la référence numéro 123 au paragraphe 71 du texte des demandeurs nous renvoie à la page 56 de la décision sur la Generic Cost of Capital Proceeding du 10 mai 2013. Si on passe en revue ce document, on peut effectivement y constater que ce régulateur est le seul de la liste du paragraphe 71 ayant accordé un poids équivalent aux modèles DCF et CAPM sans apporter d'ajustement dans les résultats de ceux-ci.
43. L'AQCIE et le CIFQ constatent cependant que le balisage rapporté au paragraphe 71 du texte des demandeurs ne mentionne pas les décisions rendues en 2009 et 2013 respectivement par le Newfoundland and Labrador Board of Commissioners' of Public Utilities à l'égard du taux de rendement de Newfoundland Power Inc. La seconde de ces décisions, soit celle du 17 avril 2013, est expressément citée à la page 43 de la présentation PPT du Dr. Booth, pièce C-ACIG-0039. On se souviendra en effet que le Dr. Booth a fait référence à cette décision aux fins de démontrer qu'il est nécessaire d'apporter des ajustements lorsque l'on utilise des données américaines dans le cadre de l'application du modèle DCF.
44. Cette décision contient d'autres conclusions fort intéressantes quant au poids respectif à accorder aux modèles CAPM et DCF. Ainsi, en premier lieu, à la page 20 de cette décision, ce régulateur maintient le recours prioritaire au modèle CAPM tout en n'écartant pas l'application d'autres modèles :

"The Board concludes that given the current financial and economic conditions a simple application of the capital asset pricing model cannot be relied on to produce a fair return for Newfoundland Power. In the circumstances it is necessary to take a broader view and look to other available information in relation to fair return. The Board will continue to give primary weighting to the capital asset pricing model; however, it will also look to the other evidence in relation to the fair return for Newfoundland Power and in particular the results of other models. Given the evidence that the comparable earnings test is not a widely accepted method of estimating a fair return the Board will not consider the results of this test. The Board will not adopt an assigned weighting for each methodology but

rather will have regard to all of the circumstances to inform its judgment as to the fair return.

The Board will continue to give primary weighting to the capital asset pricing model but *in the circumstances will look to the results of other accepted models and other relevant evidence when determining a fair return for Newfoundland Power.”*

45. Un peu plus loin, à la page 31 de sa décision, le régulateur de Terre-Neuve résume comme suit ses conclusions à l'égard de l'application du modèle DCF :

“Board Findings - Discounted Cash Flow Model

*The Board finds that the evidence demonstrates that Canadian utility data is inadequate to complete a discounted cash flow analysis and that, in the particular circumstances, it may be informative to look to data from the United States. As to how this data is to be used the Board accepts the evidence of both Dr. Booth and Mr, MacDonald that **there are differences in the United States and Canadian experience that justify an adjustment to the discounted cash flow results.** Dr. Booth suggests an adjustment of 100 basis points. Mr. MacDonald makes a 72 basis point adjustment, The British Columbia Utilities Commission has found that the United States data should be adjusted by between 50 and 100 basis points. The Board finds that an adjustment of 50 to 100 basis points is appropriate at this time.*

*In addition, the Board shares the concern expressed by the Consumer Advocate in relation to the use of analysts' forecasts which are intended to reflect expected growth over a three to five-year period to determine long-run growth expectations. **The Board notes the results are significantly higher when analysts' forecasts are used in the constant growth method.** The Board observes that Dr. Booth is skeptical as to the use of these forecasts and suggests that these forecasts should be used in two-stage models. The Board also notes the evidence of Mr. MacDonald that, over the long run, growth likely reverts to market average. The Board believes that a multi-stage model best reflects the available information and how it was intended to be used. The sustainable model used by Ms. McShane may also be informative.*

The Board notes that, when the allowance for financing

flexibility is included, Ms. McShane's discounted cash flow model suggests a return of 9,9%, This result reflects unadjusted United States data and the use of analysts' forecasts in the constant growth model. Mr. MacDonald's multi-stage United States indication is 9.55%. Dr. Booth's result for United States utilities is 9.23%. As the Board believes that adjustments must be made to the United States data and does not accept the use of analysts' forecasts using the constant growth model the Board would estimate an indicated return of 9.0% using the discounted cash flow model.

The Board will place less weight on the results of the discounted cash flow model and accepts that the estimated return on equity using the discounted cash flow is 9.0%.”

46. Comme on peut donc le constater, cette décision récente du régulateur de Terre-Neuve a clairement maintenu l'approche traditionnelle au Canada à l'effet d'accorder davantage de poids au modèle CAPM par rapport au modèle DCF tout en ajoutant que l'on doit apporter des ajustements à la baisse lorsque l'on fait usage de ce dernier modèle sur la base de données américaines.
47. Encore une fois, on ne peut que déplorer le manque de transparence dont les demandeurs ont fait preuve en omettant totalement d'inclure cette décision récente dans le balisage présenté au paragraphe 71 de leur argumentation.
48. Compte tenu de ce qui précède, on peut très facilement entretenir un doute sérieux quant au bien-fondé de l'affirmation contenue au paragraphe 74 de l'argumentation des demandeurs à l'effet que « ...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 ».

B.3.2 Les méthodes retenues par la Régie :

49. Aux paragraphes 76 à 78 de leur argumentation, tels que complétés par les notes de références 131 à 140 inclusivement, les demandeurs passent en revue leur perception des méthodes retenues par la Régie dans ses décisions les plus récentes.
50. D'abord, au chapitre du balisage, l'AQCIE et le CIFQ remarquent que les demandeurs semblent arrêter leur énumération chronologique à la décision D-2010-147 alors même qu'ils savent ou devraient savoir que, dans deux décisions encore plus récentes, la Régie a maintenu son recours au modèle

MÉAF comme méthode prioritaire tout en acceptant, toutefois, d'y apporter certains ajustements pour tenir compte de circonstances anormales dans les marchés financiers :

- a. La décision D-2011-182 rendue à l'égard de Gaz Métro en date du 25 novembre 2011;
 - b. La décision D-2013-081 rendue en date du 17 mai 2013 à l'égard d'Intragaz;
51. À notre avis, le fait que la Régie ait décidé de maintenir son recours prioritaire à la méthode CAPM, avec les ajustements ponctuels y apportés, plutôt que de migrer vers un autre modèle comme le DCF, confirme de façon éloquente que, malgré ses prétendues lacunes, il s'agit toujours du modèle qui est reconnu et utilisé dans les milieux de la finance ainsi que par la majorité des experts témoignant devant les organismes de réglementation au Canada.
52. Dans les faits, la seule reconnaissance du modèle DCF que l'on peut retrouver dans les dernières décisions de la Régie se limite au modeste ajustement de 0,25 % à 0,50 % (médiane de 0,375 %) que la Régie apporte constamment aux résultats du CAPM pour tenir compte des autres modèles, lequel ajustement, faut-il le rappeler, est exactement deux fois moins élevé que celui que le Dr. Coyne préconise au même chapitre dans le présent dossier.
53. Au paragraphe 78 de leur texte, les demandeurs suggèrent que les résultats produits par le modèle CAPM comme celui préconisé par le Dr. Booth mènent, en toutes circonstances, à des taux de rendement plus faibles qui n'ont jamais été retenus par les régulateurs, y compris la Régie. L'AQCIE et le CIFQ contestent vigoureusement cette affirmation gratuite et soumettent qu'avec les ajustements ponctuels qui ont été périodiquement apportés par la Régie aux résultats du CAPM pour tenir compte de l'évolution des marchés financiers, le taux de rendement final qui a été accordé aux entreprises sous sa juridiction est tout à fait juste et raisonnable compte tenu du profil de risque de chacune.
54. Inversement, on retiendra avec intérêt que plusieurs décisions rendues par des organismes de réglementation au Canada, dont la plupart sont commentées ci-dessus, ont constaté que les résultats du modèle DCF sont habituellement supérieurs à ceux produits par le CAPM.

B.4 LA MÉTHODE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MÉAF) ET SES AJUSTEMENTS :

55. Comme on le sait, le Dr. Coyne n'utilise pas le modèle CAPM comme méthodologie primaire aux fins de sa recommandation quant au taux de rendement à être octroyé aux demandeurs. Il utilise cependant cette méthodologie aux fins de valider sa recommandation de 9,20 % , laquelle trouve sa source dans son modèle DCF (Sustainable Growth) sur la base d'un groupe témoin (Proxy Group) d'entreprises américaines. Ainsi, si on consulte le tableau 11 à la page 110 de son rapport, on voit bien que les résultats de son modèle CAPM (Reconciled) correspondent à ceux du modèle DCF qu'il a retenu pour les fins de sa recommandation.
56. Compte tenu de ce rôle de validation que le Dr. Coyne a assigné au modèle CAPM, d'une part, et sachant que ledit modèle constitue celui que la Régie a utilisé en priorité dans ses récentes décisions, d'autre part, il est donc très important de passer en revue les analyses et calculs effectués par le Dr. Coyne aux fins d'en arriver à sa recommandation de 9,22 %. En effet, si comme nous le croyons, la Régie en arrive à la conclusion que les résultats proposés par le Dr. Coyne pour son modèle CAPM sont trop élevés, il sera permis d'entretenir un doute sérieux quant à la raisonnablement de sa recommandation primaire reposant sur son modèle DCF.
57. C'est à la section II E de l'argumentation des demandeurs que l'on peut retrouver leur plaidoirie sur la méthode d'évaluation des actifs financiers (MÉAF) et ses ajustements. Nous proposons, dans les lignes ci-après, de reprendre notre argumentation dans essentiellement le même ordre que celui du texte des demandeurs.

B.4.1 Le taux sans risque :

58. À notre avis, le taux sans risque de 4,23 % qui est proposé par le Dr. Coyne constitue le premier élément ayant effet de gonfler artificiellement le résultat de son modèle CAPM.
59. Comme bien expliqué au paragraphe 79 de l'argumentation des demandeurs, le Dr. Coyne s'est fondé sur le taux moyen des obligations de dix ans projeté par Consensus Forecast pour la période de cinq (5) ans de 2013 à 2018 aux fins d'établir son taux sans risque de 4,23 %.
60. Bien franchement, c'est la première fois en près de vingt-cinq (25) ans de pratique dans le domaine de la réglementation que le procureur soussigné a

vu un expert en taux de rendement utiliser une projection de cinq ans(5) pour les fins de la détermination du taux sans risque utilisé à la base d'un modèle CAPM. En effet, compte tenu que le taux sans risque constitue la première composante d'un calcul menant à une recommandation de taux de rendement pour l'année témoin 2014, la logique la plus élémentaire commanderait que ce premier calcul soit effectué sur le même horizon que celui du taux de rendement qui doit en résulter, soit la période d'un an de l'année témoin projeté.

61. À la page 4 de sa présentation PowerPoint produite comme pièce B-0093 à l'audience, le Dr. Coyne affirme que « ...*Regulators are accepting a longer view on risk free rates, especially those reliant on CAPM* ». Lors de son contre-interrogatoire à l'audience du 1^{er} novembre 2013, le procureur soussigné a demandé au Dr. Coyne s'il avait des exemples de décisions réglementaires à citer au soutien de cette affirmation. Voici l'extrait de la transcription sténographique relativement à cet échange :

« [352] *That's right, I'm quoting from page 4, Regulators are accepting a longer view on risk free rates, especially those reliant on CAPM*

Do you have specific decisions to quote in support of that regulatory policy?

A. Well, here, I've seen, for example, that the Operation Twist adjustment is just that, that the Régie has accepted in Gaz Métro. And I see, I just submitted testimony in Wisconsin that was heard yesterday, where I included this very analysis, in that case using U.S. bond yields. And the... I've... staff is within twenty (20) basis points of my recommendation having gone through their own analysis, and it hasn't been an issue. So I see, not just in Canada but in the U.S., a recognition that abnormally low interest rates have to be accounted for if you use the CAPM, although that regulator is not using the CAPM I might add, but they're accounting for it in terms of the risk premium model they were using.

So it's a general acceptance that I see in both the U.S. and the Canadian landscape. I don't see any regulator that's adopting a current ten- year, to the contrary, I don't see any regulator that's adopting the current 30-year bond yield as being the appropriate measure run through a CAPM of the utility cost of capital, some adjustment has to be made in every case if one is using a CAPM.”

62. À notre avis, cette réponse plutôt vague est peu convaincante quant à l'existence d'une nouvelle politique réglementaire, appuyée de décisions spécifiques, à l'effet d'utiliser une projection à long terme (comme celle de cinq (5) ans proposée ici) aux fins du calcul du taux sans risque à la base de la recommandation du taux de rendement selon le modèle CAPM pour l'année témoin projetée :

- Pour ce qui est du précédent au Wisconsin, le Dr. Coyne parle d'un témoignage qu'il a présenté dans cette juridiction et non pas d'une décision réglementaire à l'effet de l'accepter. À notre humble avis, ceci n'entre pas dans la catégorie des « *...specific decisions to quote in support of that regulatory policy* » que nous avons demandés.
- Pour ce qui est de l'opération Twist que la Régie a acceptée sous forme d'ajustement dans une récente décision, notons d'abord qu'il s'agit de la décision D-2013-081 rendue en mai dernier dans le dossier d'Intragaz en non pas d'une décision rendue à l'égard de Gaz Métro. Par ailleurs, la preuve au dossier en la présente instance, tout comme c'était le cas dans celui d'Intragaz, est nettement à l'effet que le « Operation Twist Adjustment » est un ajustement variable, ponctuel et temporaire qui a été suggéré par le Dr. Booth pour tenir compte des effets d'une politique de la Réserve fédérale américaine ayant pour effet de maintenir les taux d'intérêt à long terme à des niveaux anormalement peu élevés. Sur ce point, nous référons à l'extrait suivant du rapport du Dr. Booth expliquant le but précis de l'opération Twist (aux pages 18-19) :

*“With Congress unable to achieve any fiscal initiatives the “heavy lifting” in trying to get the US economy moving has been left to the Federal Reserve, which on September 21, 2011 announced a new program dubbed “Operation Twist.” **The objective of “Operation Twist” is simply to spend \$400 billion buying US government long term bonds to drive interest rates down** and help US mortgage refinancing and thus kick-start the US housing market. Since the US has pledged to keep the Federal Funds rate at 0.0-0.25%, the effect is “quantitative easing” at the long end of the yield curve. On June 19, 2012 the Fed indicated it would continue Operation Twist beyond its original June 30 deadline, while on September 13, 2012 the Federal Reserve introduced a third round of quantitative easing (QE). The announcement had three components:*

- *The Federal Funds rate will stay at 0.0-0.25% until Summer 2015,*

- *Operation Twist will continue indefinitely at about \$40 billion a month; and*

- *A new QE 3 will involve an additional \$45 billion a month in purchases of mortgage backed securities”*

63. On ne saurait trop insister sur le fait que cet ajustement proposé par le Dr. Booth est variable, ponctuel et temporaire et qu'il prendra fin avec l'achèvement de ce programme très particulier de la Réserve fédérale américaine qui a pour effet de maintenir les taux d'intérêt à long terme à de très bas niveaux. La nature variable, ponctuelle et temporaire de cet ajustement a été expliquée très clairement par le Dr. Booth lors de son interrogatoire en chef à l'audience du 4 novembre 2013 (aux pages 81-82) :

“So just to make this a little bit clearer, and this is not a matter of judgement, this is a matter of just looking at yields in the capital market, and we can see the spreads between the preferred shares spread and the A spread were basically hovering around zero until the summer of two thousand and eleven (2011), when they started popping up to this eighty (80) basis point spread that I used for Operation Twist in the Intragas hearing.

And then since May, that spread has come down dramatically. In fact, it almost, well, it did, it dropped to twenty (20) basis points about a month ago, until other governors of the Federal Reserve started to say, "Well, Operation Twist isn't going to end any time soon, quantitative easings actually, we've over-judged the impact of Operation Twist." And as a result, it's popped up a little bit to thirty-five (35) basis points.

*So this, as I said, it's not a matter of judgement, it's a question of knowing where to look in the capital market to see the right sort of information. **And I was making an assessment of eighty (80) basis points based upon these spreads a year ago, in the Intragas hearing; now I would say it's more like thirty-five (35) basis points, the impact of Operation Twist has simply diminished in the capital market, and I would very much hope that it disappears completely, as I've***

talked about, some time in the next six months.”

64. Ainsi donc, avec l'ajout de 35 points de base pour cet ajustement ponctuel et temporaire, il est exact que la recommandation du Dr. Booth quant au taux sans risque pour l'année témoin 2014 est de l'ordre de 3,95 %, laquelle représente les taux de la projection de 3,60 % pour les taux à long terme (trente ans) pour l'année témoin 2014, plus cet ajustement de 0,35 %. Sur ce point, l'AQCIE et le CIFQ ne contestent donc pas l'affirmation contenue au sous-paragraphe 89 a) de l'argumentation des demandeurs, laquelle est d'ailleurs tirée directement de la page 44 de l'expertise du Dr. Booth.
65. Il n'en demeure pas moins, cependant, que d'un point de vue conceptuel, cet ajustement variable, ponctuel et temporaire est à des années-lumière de la proposition du Dr. Coyne à l'effet d'utiliser une projection à long terme, sur un horizon de cinq (5) ans, aux fins de sa recommandation pour le taux sans risque applicable pour l'année témoin 2014.
66. Lors de son témoignage à l'audience du 4 novembre 2013, le Dr. Booth a commenté comme suit l'usage, par le Dr. Coyne, d'une projection à long terme aux fins de sa recommandation pour un taux sans risque de 4,23 % (à la page 95)

“Comparisons with Dr. Coyne. Dr. Coyne uses a risk-free rate of four point two three percent (4.23%), that is not for the test year, that's a long-run rate of return, I don't think that's appropriate.”

67. Si on consulte le tableau numéro VI à la page 79 de l'expertise du Dr. Coyne, celui-ci rapporte que, pour le dossier d'Intragaz, le Dr. Booth aurait proposé un taux sans risque de 3,00 %, auquel vient s'ajouter un ajustement de l'ordre de 0,80 % pour l'opération Twist. Or, si on consulte le tableau II de la décision D-2013-081 à la page 38, on peut constater que la Régie a utilisé un taux sans risque de 3,80 % correspondant exactement à la somme du taux sans risque de 3,00 % proposé par le Dr. Booth et de son ajustement de 0,80 % pour l'opération Twist. Force est donc de conclure que la Régie a déjà reconnu le bien-fondé d'ajuster la projection du taux sans risque pour tenir compte de l'opération Twist.
68. **L'impact évident de la projection à long terme utilisée par le Dr. Coyne est de gonfler le taux de rendement de 28 points de base par rapport aux résultats qu'il aurait obtenus s'il avait utilisé un taux sans risque de 3,95 % représentant la somme de la projection des taux à long terme (trente ans) de 3,60 % pour 2014 et de l'ajustement de 0,35 % pour**

l'opération Twist.

B.4.2 La prime de risque du marché :

69. La prime de risque du marché de 6,67 % proposée par le Dr. Coyne constitue le deuxième facteur contribuant à augmenter de façon significative la recommandation de taux de rendement résultant de son modèle CAPM par rapport aux résultats auxquels on parviendrait sur la base de la recommandation du Dr. Booth ou encore des décisions récentes de la Régie à ce chapitre.
70. Comme bien expliqué au paragraphe 96 de l'argumentation des demandeurs, leur expert propose 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 DCF pour les marchés canadien (6,14 %) et américain (8,55 %), tel qu'il appert du tableau synthèse qu'ils reproduisent dans le même paragraphe.
71. Comme on peut facilement le constater à partir de ces données, ce sont essentiellement les données prospectives qui contribuent à augmenter considérablement le résultat de la prime de risque du marché proposée par le Dr. Coyne. Ceci est particulièrement vrai pour les données prospectives américaines de l'ordre de 8,55 %, du jamais vu.
72. Si on consulte le tableau VI à la page 79 de l'expertise du Dr. Coyne, on peut constater que son chiffre de 6,67 % pour la prime de risque du marché est considérablement plus élevé que la recommandation habituelle du Dr. Booth à ce chapitre, soit une fourchette de 5,00 % à 6,00 % (moyenne de 5,50 %) ainsi que de la fourchette de 5,50 % à 5,75 % (moyenne de 5,625 %) retenue par la Régie dans ses plus récentes décisions, incluant dans sa plus récente décision D-2013-081 rendue dans le dossier d'Intragaz le 17 mai 2013.
73. Dans leur argumentation, les demandeurs tentent de justifier cet écart considérable en soutenant qu'il faut tenir compte de l'ajustement pour les écarts de crédit que la Régie a ajouté aux résultats produits par le modèle CAPM dans ses plus récentes décisions.
74. Avec égards, nous soumettons que les demandeurs mêlent encore une fois des pommes avec des oranges et qu'ils utilisent un ajustement fondamentalement variable, ponctuel et temporaire, qui a été proposé à l'origine en raison de conditions anormales dans les marchés financiers, aux fins de justifier une approche permanente et beaucoup plus lourde de conséquences à l'effet d'utiliser des données prospectives aux fins de la

détermination de la prime du risque du marché.

75. D'entrée de jeu, et afin d'écartier tout malentendu à ce chapitre, il convient de rappeler que, dans la décision D-2011-182 qu'elle a rendue à l'égard de Gaz Métro le 25 novembre 2011, soit la dernière dans laquelle elle s'est prononcée expressément sur cette question, la Régie a expressément rejeté comme suit le recours à des données prospectives qui avaient été proposées par le Dr. Morin dont la proposition de prime de risque du marché s'élevait alors à 6,70 % :

*[213] Le **Dr Morin présente une prime de risque du marché de 6,70 % à partir d'études sur la base de données historiques ou sur la base de données prévisionnelles.** Les dates de début et de fin des données historiques varient d'une étude à l'autre.*

[214] Le Dr Booth présente des estimations de la prime de risque du marché à partir de séries de données couvrant des périodes débutant en 1926 et en 1957 et se terminant en 2010/81. Il établit ses estimations à partir des moyennes arithmétique et géométrique et de la méthode des moindres carrés ordinaires. Il recommande une prime de risque du marché de 5,5 %. Sa recommandation est corroborée par une étude du professeur Fernandez. Les résultats de cette étude sont établis à partir des opinions d'un échantillon de professeurs de finance, d'analystes financiers et de dirigeants de sociétés⁸².

*[215] **La Régie souligne qu'elle a statué dans le passé sur l'établissement de la prime de risque de marché à partir de moyennes arithmétiques des données historiques** ainsi que sur les sources de données pour établir cette prime de risque de marché. La Régie décide de faire porter son appréciation **sur les données historiques** à partir d'études autant canadiennes qu'américaines qui lui donnent accès à des données fiables et mises à jour de façon régulière.*

[216] La Régie maintient l'établissement de la prime de risque du marché sur la base de la moyenne arithmétique des rendements observés sur les marchés. Le choix des périodes de référence pour établir la prime de risque soulève cependant certains enjeux. En effet, la moyenne calculée peut différer sensiblement selon l'année de départ et de fin et la série de données retenues. Dans ce contexte, la Régie choisit d'accorder une prépondérance aux moyennes de longues périodes.

[217] La Régie souligne également que dans sa décision D-2009-156, aux fins d'estimer la prime de risque du marché, elle utilisait des proportions égales pour les données canadiennes et américaines.

La Régie utilise la même approche en tenant compte de la preuve au présent dossier.

[218] Sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 5,50 % à 5,75 %. »

76. En second lieu, et comme les demandeurs l'admettent implicitement eux-mêmes aux paragraphes 101 à 105 de leur argumentation, l'ajustement pour les écarts de crédit a bel et bien trouvé son origine dans des conditions de marchés anormales qui ont commencé avec la crise financière de 2008 et son niveau précis a varié d'une décision à l'autre par la suite aux fins de tenir compte de l'évolution des marchés financiers.
77. Encore une fois, on se souviendra que c'est le Dr. Booth qui, le premier, a proposé cet ajustement particulier qui a été approuvé par la Régie dans ses récentes décisions. Or, voici l'extrait de son expertise dans le présent dossier expliquant les origines ainsi que le caractère essentiellement variable et évolutif de cet ajustement:

*« While I judge much of the corporate spread to be bond market specific, **the changes in the spread do pick up the business cycle, with increased spreads during recessions when investors are more risk averse and lower spreads during the boom when they get optimistic and less risk averse.** In this way the corporate credit spread adjustment generates a conditional risk premium, where the risk premium is conditional on where we are in the business cycle. This makes the CAPM estimate a little more sensitive to the business cycle. Further, the average corporate credit spread is about 100 bps and **I would expect the adjustment to average out to zero over the course of the complete business cycle.** »*

78. À notre avis, la Régie a fait preuve de sagesse et de prudence en optant, dans ses décisions récentes, pour un ajustement flexible et adapté aux marchés financiers plutôt que d'approuver de façon permanente une nouvelle méthodologie qui aurait pour effet de gonfler la prime de risque du marché sous-jacente aux résultats du modèle CAPM pour des années à venir.
79. **Pour tous ces motifs, l'AQCIE et le CIFQ soumettent respectueusement que la prime du risque du marché proposée par le Dr. Coyne est totalement irréconciliable avec la méthodologie et les résultats retenus par la Régie à ce chapitre dans ses plus récentes décisions, y compris**

dans sa décision D-2013-081 rendue en mai 2013 à l'égard d'Intragaz.

B.4.3 Le risque relatif du Distributeur et du Transporteur repères (β) :

80. Le β de 0,59 qui est proposé par le Dr. Coyne pour le Distributeur et le Transporteur repères constitue le troisième facteur contribuant à gonfler artificiellement les résultats de son modèle CAPM.
81. La dernière décision dans laquelle la Régie s'est prononcée expressément sur les critères à tenir en compte pour la détermination du β est la décision D-2011-182 rendue en date du 25 novembre 2011 à l'égard de Gaz Métro.
82. C'est au paragraphe 219 de cette décision que l'on peut retrouver la définition retenue par la Régie quant au concept du β :

«[219] Aux fins d'application du principe d'isolement, la Régie définit le distributeur repère comme étant une société de service public dont 100 % des activités sont réglementées et présentant un niveau de risque faible. Ce risque est mesuré par le facteur bêta. Celui-ci représente le différentiel de risque entre la société repère et le marché en général. »

83. À notre avis, le Transporteur et le Distributeur rencontrent tous deux la définition de distributeur repère comme étant une société de service public dont 100 % des activités sont réglementées et présentant un niveau de risque faible. Qui plus est, dans les premières causes tarifaires, Hydro-Québec et la Régie ont explicitement reconnu que les niveaux de risque auxquels font respectivement face le Transporteur et le Distributeur sont inférieurs à ceux de leurs pairs. Voir la décision D-2002-095, page 136 :

« Hydro-Québec a admis en audience, à propos du risque d'affaires de TransÉnergie, que celui-ci était significativement inférieur à celui des autres compagnies de services publics d'énergie »

ainsi que la décision D-2003-093, page 51 :

« La Régie considère que les risques d'affaires du Distributeur sont inférieurs à ceux des compagnies gazières et électriques comparables et dont les taux de capitalisation sont, selon la preuve, de l'ordre de 35 % à 45 %. »

84. **À notre avis, il s'ensuit donc que le β qui devrait être retenu en commun pour des entreprises d'utilité publique comparables à HQT et HQD ne saurait en aucun cas dépasser ce que la Régie a décidé dans sa décision D-2011-182.**
85. Si on consulte les pages 69 à 73 de l'expertise du Dr. Coyne, on peut constater que le β qu'il propose est un β ajusté. Or, on se souviendra que le bien fondé d'utiliser ou non un β ajusté a fait l'objet d'une discussion dans la décision D-2011-182 et que la Régie a expressément rejeté cette approche pour les motifs suivants :
- « [221] Le Dr Morin présente un bêta ajusté de 0,70 calculé à partir de différents indices canadiens et américains. Il motive l'utilisation de ces bêta ajustés sur le fait qu'ils sont publiés et accessibles aux investisseurs.
- [222] Le Dr Booth présente diverses estimations basées sur les données récentes, mais souligne qu'il est nécessaire de faire preuve de jugement et propose d'établir le bêta d'une firme repère sur la base de la moyenne historique des bêta des sociétés réglementées qu'il évalue entre 0,45 et 0,55. Le Dr Booth utilise des bêta bruts pour le calcul de ces estimations. Il indique que les bêta bruts sont publiés par des maisons de courtage comme celle de la Banque Royale.
- [223] Le Dr Morin utilise des bêta ajustés pour tenir compte des recherches empiriques montrant la tendance des bêta à converger vers un. Le Dr Booth soutient plutôt que les sociétés réglementées étant habituellement des sociétés moins risquées, leurs bêta convergent vers la moyenne des bêta de leur groupe et non vers un qui correspond à la moyenne des bêta de l'ensemble des sociétés du marché.
- [224] **En ce qui a trait à l'utilisation de bêta ajustés, la Régie retient la conclusion qu'elle a déjà exprimée dans ses décisions antérieures. L'explication couramment utilisée dans les milieux de la recherche financière pour justifier un ajustement des bêta bruts, soit la tendance observée sur le plan empirique pour les bêta en général d'évoluer à terme vers la moyenne du marché qui est de un, ne peut être valablement retenue dans le cas d'une entreprise réglementée.** En présence de droits exclusifs de distribution, il apparaît difficile de concevoir comment le risque propre à cette activité pourrait se modifier substantiellement à la hausse et évoluer vers le risque du marché au fil des ans.

*[225] Ceci ne résout toutefois pas nécessairement de façon entière la problématique reliée à la qualité des bêta bruts et à leur capacité à prédire correctement les rendements dans le cadre de l'application du MÉAF. Il demeure difficile de déduire la valeur du bêta de façon objective à partir des données observées sur les marchés pour les sociétés retenues dans les échantillons. En conséquence, sur la base de la preuve au dossier, la Régie établit le bêta d'un distributeur repère **dans une fourchette de 0,50 à 0,60.** »*

86. Il est bien vrai que le β de 0,59 proposé par le Dr. Coyne n'est pas largement supérieur à la fourchette de 0,50 à 0,60 retenue par la Régie dans sa décision D-2011-182 pour le Distributeur repère. Cependant, compte tenu que HQD et, surtout, HQT, sont des entreprises dont le profil de risque est très faible, nous croyons que, si la Régie désire retenir la même approche que celle retenue dans cette dernière décision, la β approprié dans le présent dossier devrait se situer dans le bas de la fourchette retenue dans cette décision, soit un β de 0,50. Ce β correspond d'ailleurs au point médian de la fourchette de 0,45 à 0,55 proposée par le Dr. Booth dans le cadre du présent dossier.
87. Rappelons à ce chapitre que, dans ses décisions D-2002-95 (page 166) et D-2003-93 (page 73), la Régie a reconnu des β de 0,53 et 0,55 pour le Transporteur et le Distributeur, respectivement. Or, comme l'ont souligné l'analyste de l'AQCIE et du CIFQ ainsi que le Dr. Booth, le risque auquel font face ces entités a diminué depuis que ces décisions ont été rendues, principalement par la mise en place de compte d'écart. **On devrait donc conclure qu'il en va de même de leur β , toutes choses étant égales par ailleurs.**
88. Eu égard aux considérations relatées ci-dessus et, surtout, aux différences relativement faibles entre les β recommandés de part et d'autre, nous ne croyons pas utile de commenter en détail la très longue argumentation présentée par les demandeurs sur la question du β . Nous tenons cependant à nous inscrire en faux contre les attaques personnelles auxquelles les demandeurs ont choisi de se livrer à l'endroit du Dr. Booth en raison de leur désaccord avec lui quant à cet aspect du dossier.

B.4.4 Les frais d'émission :

89. Comme indiqué dans la réponse du Dr. Booth aux questions 12.1 et 12.2 de la demande de renseignements no. 1 de la Régie (pièce C-ACIG-0032, pages 38 et 39 de 41), l'AQCIE et le CIFQ ne contestent pas le principe d'inclure des frais d'émissions dans le taux de rendement accordé à HQT et à HQD. En

effet, et même si Hydro-Québec ne s'est pas vue octroyer de tels frais dans les décisions qui ont été rendues en 2002 et 2003 à l'égard du Transporteur et du Distributeur, nous croyons que l'inclusion de ceux-ci est conforme au « Stand Alone Principle » auquel il est fait référence dans les réponses du Dr. Booth.

90. L'AQCIE et le CIFQ ont également pris bonne note du paragraphe 155 de l'argumentation des demandeurs relatant le quantum des frais d'émission accordés dans les plus récentes décisions de la Régie en matière de taux de rendement. Il ressort de ces décisions que le quantum des frais d'émission peut varier à l'intérieur d'une fourchette de 0,30 % à 0,50 %.
91. **En autant que l'AQCIE et le CIFQ sont concernés, il s'agit d'une pure matière de jugement à l'égard de laquelle il y a place à discrétion.** Nous nous en remettons donc au bon jugement de la formation de régisseurs quant au quantum des frais d'émission à inclure dans le taux de rendement accordé à HQT et à HQD dans le cadre du présent dossier.

B.4.5 L'ajustement requis pour tenir compte des résultats d'autres méthodes d'évaluation :

92. Nous avons déjà traité abondamment, dans la section B.3 ci-dessus consacrée aux méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable, des récentes décisions rendues par la Régie accordant un poids prépondérant à la méthode CAPM tout en décrétant, toutefois, un ajustement pour tenir compte des résultats produits par les autres modèles d'évaluation.
93. Comme indiqué dans cette sous-section de notre argumentation, l'ajustement pour tenir compte des résultats des autres modèles qui a été accordé dans toutes les décisions récentes de la Régie, sans exception, se situe dans une fourchette de 0,25 % à 0,50 %, soit une moyenne de 0,375 %. Or, le Dr. Coyne propose, quant à lui, un ajustement de 0,75 % soit exactement le double de celui qui a été accordé par la Régie dans ces décisions.
94. Dans leur critique de la preuve des intervenants à ce chapitre contenue aux paragraphes 165 à 173 de leur argumentation, les demandeurs suggèrent implicitement que cet ajustement de 75 points de base dispense la Régie d'avoir recours à l'ajustement de 35 points de base proposé par le Dr. Booth au titre de l'opération Twist de même qu'à l'ajustement de 30 points de base proposé pour tenir compte des écarts de crédit.
95. À notre avis, cette suggestion implicite ne tient pas la route lorsque l'on considère que :
- a) Au paragraphe 80 de leur argumentation, les demandeurs indiquent

que l'approche prospective à plus long terme (sur cinq ans) utilisée par le Dr. Coyne « ...fait le lien avec l'ajustement au taux sans risque proposé par le témoin Booth, par le biais de l'opération Twist ».

- b) Au paragraphe 98 de leur argumentation, les demandeurs indiquent que l'ajustement à la prime de risque du marché reconnu par la Régie en raison des variations dans les écarts de crédit hors normes est capté par la méthodologie et intégré aux données proposées par leur expert puisqu'elle s'appuie sur des estimations prospectives tenant compte de ces variations.
96. **Dans la mesure où, selon les demandeurs, les deux (2) ajustements proposés par le Dr. Booth dans le cadre du présent dossier sont intégrés dans les méthodologies prospectives qu'ils utilisent pour calculer le taux sans risque et la prime de risque du marché, il s'ensuit nécessairement que leur ajustement de 75 points de base pour tenir compte des autres modèles est limité exclusivement à leur tentative de réconcilier les résultats de leur modèle CAPM avec ceux du modèle DCF que le Dr. Coyne utilise de façon prépondérante aux fins de sa recommandation.**
97. Nulle part dans l'argumentation pourtant fort détaillée des demandeurs non plus que dans la preuve déposée au dossier peut-on retrouver une explication précise justifiant cet ajustement de deux fois supérieur à tous ceux que la Régie a reconnus dans ses plus récentes décisions sur cette question.
98. L'AQCIE et le CIFQ soumettent respectueusement que **cet ajustement démesuré constitue le quatrième facteur contribuant à gonfler artificiellement les résultats du modèle CAPM du Dr. Coyne et ce, dans une proportion de 0,375 % par rapport aux décisions de la Régie.**
- B.4.6 Le résultat de l'application du MÉAF ajusté, ou « Reconciled CAPM » :**
99. Au paragraphe 174 de leur argumentation, les demandeurs produisent un tableau comparatif des recommandations des experts entendus de part et d'autre sur les résultats du modèle CAPM.
100. À notre avis, il serait intéressant d'ajouter à cette comparaison les résultats que produiraient les décisions les plus récentes de la Régie, en y apportant les ajustements nécessaires pour refléter les marchés financiers d'aujourd'hui de même que les particularités de HQT et de HQD.
101. Nous joignons donc à la présente argumentation, comme **Annexe 1**, un tableau comparatif des résultats que produirait la décision D-2011-182 en

comparaison des recommandations formulées par les experts de part et d'autre pour les résultats du CAPM dans le présent dossier. La présentation de ce tableau est inspirée de celle du tableau 6 à la page 79 de l'expertise du Dr. Coyne. Les ajustements que nous avons apportés par rapport aux données de la décision D-2011-182 sont essentiellement les suivants :

- a) Pour le Risk Free Rate, nous avons utilisé un taux de 3,60 % correspondant à la prévision des taux à long terme du Consensus Forecast pour l'année témoin 2014; il s'agit aussi du taux sans risque utilisé par le Dr.Booth dans le cadre du présent dossier.
 - b) L'ajustement pour l'opération Twist de 0,35 % recommandé par le Dr. Booth est présenté sur une ligne séparée, tout comme c'est le cas dans le tableau 6 du rapport du Dr. Coyne. Si on ajoute cet ajustement à la prévision du Consensus Forecast de 3,60 % pour l'année 2014, on en arrive à un taux sans risque total de 3,95 %, lequel correspond à celui indiqué au tableau du paragraphe 174 de l'argumentation des demandeurs.
 - c) Il n'y a aucun « Risk Adjustment » supplémentaire d'indiqué pour HQT ou HQD en ce que tous semblent s'accorder sur le fait que leur risque relatif ne dépasse pas celui du distributeur repère.
102. En apportant ces ajustements, le résultat du modèle CAPM auquel on parviendrait sur la base de la décision D-2011-182 se situerait dans une **fourchette de 7,50 % à 8,70 %**.
103. L'AQCIE et le CIFQ soumettent respectueusement que, compte tenu du très faible risque de HQD et, surtout de HQT, lequel n'est pas reflété dans le β moyen du distributeur repère de 0,55 retenu par la Régie dans la D-2011-182, **il serait opportun, dans le cadre du présent dossier, de privilégier le bas de la fourchette entre 7,50 % et 8,70 %, lequel correspond à la recommandation du Dr. Booth, plutôt que d'opter pour le résultat médian.**
104. Notons par ailleurs que le résultat de 9,22% du Dr. Coyne, quant à lui, est beaucoup plus élevé que le haut de la fourchette de 8,70% produit par cette application ajustée de la décision D-2011-182. En fait, même si on appliquait au modèle CAPM de la décision D-2011-182 son taux sans risque de 4,23% (lequel, rappelons-le, ne tient pas la route puisqu'il est basé sur une projection de 5 ans alors que la demande d'Hydro-Québec ne vise que l'année 2014), le haut de cette fourchette n'atteindrait que 8,98%, soit 24 points de base de moins que son résultat de 9,22%. Autrement dit, **même en ajustant en sa**

faveur le taux sans risque, le résultat CAPM de l'expert d'Hydro-Québec demeure au-delà de la fourchette jugée raisonnable par la Régie pour un distributeur repère.

105. **L'AQCIE et le CIFQ, pour leur part, appuient la recommandation de leur expert, le Dr. Booth, pour un taux de rendement de 7,50 % pour l'année témoin 2014, sujet à la formule d'ajustement automatique préconisée par leur expert pour les années postérieures à 2014.**

B.5 LA MÉTHODE D'ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES ET SES VARIANTES (AFM ou DCF) :

B.5.1 Les lacunes inhérentes du modèle AFM :

106. Comme nous l'avons déjà vu ci-dessus dans la section consacrée à l'analyse des méthodes d'évaluation du taux de rendement raisonnable, la Régie a, dans toutes ses décisions récentes, rejeté le recours prioritaire à la méthode AFM (ou même en parité avec le modèle MÉAF) aux fins de déterminer le taux de rendement des entreprises sous sa juridiction.
107. Au paragraphe 184 de leur argumentation, les demandeurs relatent correctement les préoccupations formulées par la Régie dans ses décisions D-2010-147, D-2011-182 et D-2013-081 quant aux difficultés associées au modèle AFM. Les demandeurs s'appliquent ensuite à démontrer que la preuve abondante déposée dans le cadre du présent dossier permet de résoudre la totalité des préoccupations formulées par la Régie à l'égard du modèle AFM. Avec égards, l'AQCIE et le CIFQ sont d'avis que cette prétendue abondance de preuve n'écarte en rien les difficultés inhérentes et incontournables associées au modèle AFM.
108. L'une des plus grandes difficultés associées au modèle AFM, peu importe ses variantes, est que **cette méthodologie est fondamentalement prospective en ce qu'elle tente de prophétiser la croissance des dividendes des titres de référence choisis aux fins de l'analyse.**
109. Conceptuellement, il est donc évident que le modèle AFM fait appel à un jugement de valeur quant au comportement futur des dividendes des entreprises choisies comme groupe de référence. Il s'ensuit donc qu'il comporte un **fort degré de spéculation** aux fins de son application.
110. Cette caractéristique fondamentale du modèle AFM diffère remarquablement du modèle MÉAF dont plusieurs des composantes, à commencer par la prime de risque du marché, sont fondées sur des données historiques objectives et

vérifiables. Vue sous cet angle, il est évident que **la méthode MÉAF est beaucoup moins spéculative et aléatoire.**

B.5.2 L'absence de données canadiennes fiables et le recours à de prétendus comparables américains :

111. Une autre difficulté inhérente au modèle AFM est l'impossibilité d'avoir recours à des sociétés canadiennes comme titres de référence. Sur ce point en particulier, nous référons la Régie à l'extrait suivant de la décision D-2011-182 rapportant les propos du Dr. Roger Morin à ce chapitre :

« [193] Le Dr Morin utilise le modèle AFM à partir des prévisions d'analystes financiers, pour différents indices américains. **Selon le Dr Morin, les résultats de l'application du modèle AFM pour les sociétés réglementées canadiennes seraient probablement peu fiables.** En effet, il explique qu'il y a peu de sociétés canadiennes réglementées, qu'il y a eu beaucoup de changements de propriétaire et beaucoup de restructurations corporatives, que leurs titres sont peu transigés, qu'il y a peu de comparables avec un historique de données financières homogènes et, finalement, qu'il est difficile d'obtenir un estimateur fiable du taux de croissance des dividendes étant donné que les analystes financiers ne produisent pas de prévisions de croissance pour les sociétés réglementées canadiennes »

112. Loin d'être disparue, cette difficulté est encore bel et bien présente dans le cadre du présent dossier en ce que, faute d'avoir trouvé des entreprises canadiennes dignes de comparaison, le Dr. Coyne a dû se rabattre sur six (6) sociétés de gestion américaines cotées en bourse aux fins des calculs requis pour l'application de son modèle AFM. Ceci ressort clairement de la phrase suivante à la page 11 de son rapport :

« Placing principle reliance on the DCF Model with US Electric Utility Proxy Companies and selecting the lower end of the range for the lack of generation risk (even though we have not made an offsetting adjustment for higher financial risk) the estimated cost of equity for HQD and HQT is 9.2 % »

113. Les demandeurs, tant dans leur preuve que dans leur argumentation écrite, se sont appliqués à tenter de démontrer que les six (6) entreprises américaines qu'ils ont choisies présentent un profil de risque comparable à celui de HQD et HQT. Or, si on consulte l'annexe JMC-3 du rapport du Dr. Coyne, on peut constater que les entreprises de son « US Electric Utility Proxy Group »

présentent des paramètres financiers fort différents de ceux de HQD et HQT :

- a) Le ratio d'équité moyen des « Operating Companies » à la source de l'analyse est de 50,20 % alors même que ceux de HQT et HQD sont de 30 % et de 35 % respectivement.
- b) Le taux de rendement autorisé moyen des mêmes entreprises est de l'ordre de 10,48 %, ce qui est beaucoup plus élevé que les taux de rendement moyens qui ont été accordés au Canada au cours des dernières années. Pour s'en convaincre, il suffit de consulter les taux de rendement autorisés de son « Canadian Utility Proxy Group » que l'on retrouve également à l'annexe JMC-3. Ainsi, exception faite de TransCanada Pipelines dont le profil de risque est totalement hors-norme, la quasi-totalité des rendements autorisés de ce groupe de référence sont de 9 % ou moins.
- c) Le β moyen indiqué dans cette annexe pour ces six (6) sociétés de gestion (« holdings ») est de 0,66, avec des pointes de 0,73 pour Northeast Utilities et 0,77 pour NextEra Energy Inc. Il ne fait aucun doute que ces β sont beaucoup plus élevés que ceux que l'on retrouve habituellement pour des entreprises d'utilité publique au Canada.
- d) Or, malgré ces données nettement plus élevées au chapitre du ratio d'équité, du rendement autorisé et des β , aucune des six sociétés de gestion du « US Proxy Group » du Dr. Coyne ne dispose d'une cote de crédit égale ou supérieure à celle d'Hydro-Québec. Ainsi, alors même qu'Hydro-Québec bénéficie d'une cote de crédit enviable de **AA**, cinq des sociétés de gestion choisies par le Dr. Coyne ont une cote de crédit **A-**, la seule exception étant Southern Co avec une cote de crédit **A**.

114. De l'avis de l'AQCIE et du CIFQ, **ces chiffres ne mentent pas : force est de conclure que, malgré des paramètres financiers beaucoup plus généreux, la perception des marchés est à l'effet que ces entreprises présentent un profil de risque d'affaires nettement supérieur à ceux du Transporteur et du Distributeur.** S'il en allait autrement, leur β serait beaucoup moins élevé, et leur cote de crédit, nettement supérieure.

115. Par ailleurs, si on consulte l'annexe 5 de l'expertise du Dr. Booth, on peut y retrouver quatre (4) des six (6) sociétés de gestion américaines retenues par le Dr. Coyne, soit NextEra Energy, Southern Company, Wisconsin Energy Corporation et Xcel Energy Inc. Or, dans les deux derniers cas, les entreprises ne sont pas décrites comme des « Electric Companies » mais plutôt comme des « Combination Electric and Gas Companies ». À notre avis, ceci démontre

les difficultés inhérentes à l'utilisation de sociétés de gestion (holdings) aux fins des calculs du modèle AFM.

116. Au paragraphe 216 de leur argumentation, les demandeurs concèdent qu'il est vrai que des entreprises réglementées incluses dans les groupes de référence du Dr. Coyne 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, présumément à hauteur de 41 points de base selon des données étudiées par Concentric en lien avec des sociétés de services publics verticalement intégrées.
117. Comme premier commentaire à ce chapitre, l'AQCIE et le CIFQ tiennent à souligner que le taux de rendement de 9,2 % recommandé par le Dr. Coyne constitue le résultat brut de son modèle DCF (Sustainable Growth) à partir de son US Proxy Group et qu'il n'a effectué aucun ajustement pour tenir compte du risque supérieur associé aux activités de production d'électricité.
118. Quant à l'ajustement de 41 points de base allégué par le Dr. Coyne au titre du risque supérieur associé aux activités de production, force est de constater que cet expert a posé un jugement de valeur quant aux choix des données à utiliser et des méthodes de calculs à employer pour déterminer cet ajustement. Ainsi, à la page 9 de sa présentation PPT produite à l'audience comme pièce C-AQCIE-0039, le Dr. Booth indique qu'il considère cet ajustement comme trop peu élevé :
- « 0.40 % seems small adjustment for Generation and does not offset « Financial Risk » premium due to different capital structures. »*
119. Au paragraphe 217 de leur argumentation, les demandeurs soulignent que « ...Concentric a cherché et sélectionné des entreprises de services publics dont au moins 60 % des revenus provenaient d'activités réglementées de 2009 à 2011 ». Il s'ensuit donc nécessairement qu'une portion néanmoins significative, soit 40 %, des revenus de ces entreprises provenaient d'activités non réglementées de 2009 à 2011. De l'avis de l'AQCIE et du CIFQ, une proportion de 40 % est loin d'être négligeable.
120. Par ailleurs, il convient de souligner que, selon les données indiquées à la Schedule 5 de l'Exhibit JMC-4 du rapport de Dr.Coyne, il appert que 58,1% des « Operating Utilities » à la source de son « US Proxy Group » sont réglementées sur la base d'un « Incentive Regulation Plan » alors que seulement 41,9% sont assujetties à un « Cost of Service Regulation ». Or et comme la Régie le signalait dans sa décision D-2013-106, il est bien connu qu'une réglementation incitative est davantage risquée qu'une réglementation

traditionnelle sur la base du coût de service comme celle à laquelle le Transporteur et le Distributeur sont présentement assujettis :

« [382] La Régie considère que le risque associé à une réglementation sur la base du coût de service est généralement inférieur à celui lié à une réglementation incitative. Le distributeur a la possibilité de présenter des budgets conservateurs dans un tel contexte. L'asymétrie d'information doit aussi être prise en compte dans l'établissement d'un mécanisme de partage des trop-perçus et des manques à gagner. »

121. Qui plus est, les experts du Transporteur et du Distributeur eux-mêmes, à la page A-17 de leur rapport, concèdent que :

« In general, as observed by DBRS, any change from cost of service regulation is considered an increase in risk for the utility. »

122. Par ailleurs, et comme on le sait, dans le cas du Transporteur, la seule partie de ses revenus qui a déjà été à risque, soit les revenus du service de transport point-à-point, n'est plus à risque depuis la mise en place d'un compte d'écart. Ainsi, le Transporteur n'encourt aujourd'hui aucun risque de fluctuation dans ses revenus, risque qualifié de « *Volume/Demand risk* » par ses experts à la *Schedule 3* de *Exhibit JMC-4* de leur rapport. Aux États-Unis, ce sont les mécanismes réglementaires décrits comme étant des « *Decoupling* » et « *Weather Normalization* » qui ont pour effet de protéger l'entreprise contre de tels risques. Or, si on consulte la même pièce, on peut constater que seulement 25,92% des « *Operating Utilities* » américaines de leur groupe témoin bénéficient d'un « *Decoupling* ». De plus, seuls 17,78% des mêmes entreprises américaines bénéficient d'un compte d'écart les protégeant contre les aléas climatiques (« *Weather Normalization* »).

123. Fondamentalement, la notion de risque, dans le contexte d'une entreprise réglementée de service public, porte sur la possibilité de ne pas réaliser un rendement raisonnable sur les capitaux propres investis. Dans sa décision D-2011-182, la Régie définissait ce concept comme suit :

« [232] Selon la Régie, le risque pour l'investisseur correspond à l'incertitude liée, sur un horizon de placement, à la réalisation du rendement sur son capital ainsi qu'à la récupération de son capital »

124. Chez le Transporteur et le Distributeur, tel qu'en font foi les trop-perçus des dernières années, le risque relié à la non-réalisation du rendement autorisé est à toutes fins pratiques inexistant. À l'inverse, chez les entreprises du *US Proxy Group*, ce risque s'est matérialisé au cours des dernières années (par exemple, en 2009) tel qu'il ressort du tableau intitulé « *Chart 4: Average Earned vs. Authorized ROE – U.S. Proxy Group – 2000-2011* » de la page 59 du rapport des experts des demandeurs comparant la moyenne des rendements réalisés par rapport à la moyenne des rendements autorisés des entreprises de de son US Proxy Group pour la période 2000-2011. La prétendue plus haute variabilité des rendements chez le Transporteur et le Distributeur alléguée à la page 60 de ce même rapport serait donc sans conséquence dans la mesure où les écarts de rendement des dernières années sont toujours en zone positive chez le Transporteur et le Distributeur.
125. **Il ressort de ce qui précède que les entreprises du *US Proxy Group* ont un profil de risque nettement plus élevé que celui du Transporteur et du Distributeur.** Pour cette raison, il serait déraisonnable d'utiliser les données relatives à ces entreprises à titre d'intrant dans l'évaluation du rendement raisonnable que la Régie devrait accorder aux divisions réglementées d'Hydro-Québec. Il en irait de même si on utilisait les entreprises du *Canadian Proxy Group* considérant la conclusion suivante à laquelle arrivent les experts de Concentric à la page 50 de leur rapport: « *[f]rom the perspective of establishing the allowed ROE for HQD and HQT, Concentric concludes that the U.S. proxy group (at the holding company level) is more comparable to HQD and HQT than the Canadian proxy group because it is comprised of companies that derive the majority of their operating income and revenues from electric utility service* ».

B.5.3 Les différences structurelles entre les marchés financiers du Canada et ceux des États-Unis :

126. Au-delà des différences spécifiques entre les paramètres financiers, le cadre réglementaire et la nature des activités des entreprises retenues par le Dr. Coyne, l'AQCIE et le CIFQ soumettent que la preuve versée au présent dossier ne permet pas de dissiper les doutes sérieux que la Régie a maintes fois formulés au chapitre des différences fondamentales qui existent toujours entre les marchés financiers du Canada et ceux des États-Unis. Sur ce point, nous référons aux extraits suivants de la décision D-2011-182 rendue en novembre 2011 à l'égard de Gaz Métro :

« [268] *En audience, il a été question de la comparaison entre les rendements octroyés aux entreprises réglementées canadiennes et ceux octroyés à leurs vis-à-vis américaines. Tant les dirigeants et experts de Gaz Métro que ceux de l'ACIG*

sont venus exposer devant la Régie les enjeux qui s'y rapportent.

[269] Selon la Régie, la preuve présentée à cet égard au présent dossier n'est pas très différente de celle dont elle a été saisie en 2009. La Régie est d'avis que la preuve soumise ne lui permet pas d'en arriver à des conclusions différentes de celles auxquelles elle était arrivée en 2009.

*[270] La Régie juge que, bien qu'il soit manifeste que les taux de rendement octroyés aux États-Unis soient supérieurs en moyenne à ceux octroyés au Canada, la preuve est peu concluante quant aux raisons qui justifieraient de retenir les taux accordés aux États-Unis comme base de référence pour les taux à accorder au Québec. **La preuve est, en effet, très faible quant aux données récentes sur les décisions américaines et quant à l'analyse des régimes réglementaire et institutionnel en vigueur chez nos voisins. Entre autres, le distributeur n'a pas fait la démonstration que les opportunités qui s'offrent sur le marché américain sont comparables en termes de risque.** »*

127. Or, s'il y a un sujet sur lequel le Dr. Booth a présenté une preuve convaincante, c'est bien celui des différences majeures qui existent toujours entre les marchés financiers des États-Unis et ceux du Canada. Sur ce point, nous référons à la section VII intitulée « US Estimates » (pages 72 à 85) de son expertise qui est consacrée à cette seule question. Nous référons également aux pages 37 à 43 de sa présentation PPT en audience (pièce C-AQCIE-0039) qui est consacrée à la démonstration de ces importantes différences structurelles.

128. **Fondamentalement, l'environnement réglementaire et financier dans lequel les entreprises américaines exercent leurs activités est beaucoup plus volatil et risqué qu'au Canada.** Nous ne saurions trop insister sur le fait que, malgré des paramètres financiers beaucoup plus généreux au niveau du ratio d'équité et des rendements autorisés, les entreprises de services publics américaines ont des β beaucoup plus élevés et ne parviennent pas à obtenir des cotes de crédit équivalentes ou supérieures à celles de leurs paires au Canada.

B.5.4 L'omission de considérer l'analyse de risque de monsieur Charest :

129. L'argumentation des demandeurs fait également complètement fi de la preuve versée au dossier par l'analyste de l'AQCIE et du CIFQ, Monsieur Olivier

Charest, dont le rapport passe en revue les profils de risque de HQD et HQT, l'évolution de leur risque d'affaires depuis 2002 et 2003, et la comparaison de leur risque avec celui de Gaz Métro. L'analyse de Monsieur Charest contient également des commentaires forts pertinents sur les analyses comparatives de risque contenues dans le rapport de Messieurs Coyne et Trogonoski.

130. Plutôt que de commenter la substance et le mérite des opinions contenues au rapport de Monsieur Charest, pièce C-AQCIE-0022, les demandeurs ont préféré attaquer sa crédibilité en raison d'un document rédigé le 9 octobre (pièce C-AQCIE-0041) qui témoignerait d'intentions malveillantes de sa part, voir même d'une commande de l'AQCIE et du CIFQ quant aux opinions à formuler dans son rapport. Sur ce point, nous référons aux passages suivants de la transcription sténographique de l'audience du 5 novembre 2013 au cours de laquelle Monsieur Charest a précisé comme suit la nature du mandat qui lui a été confié et le contexte dans lequel il a rédigé le résumé de son rapport remis au Dr. Booth le ou vers le 9 octobre 2013 (aux pages 94-95) :

« Encore une fois, vous avez fait référence au mandat qui m'a été donné. Et je vais vous réitérer mon commentaire de tantôt. Cet objectif-là ne faisait pas partie du mandat qui m'a été donné par mes clients. C'est une note que j'ai écrite le neuf (9) octobre. Je voulais mettre en contexte docteur Booth, je voulais lui expliquer un peu les différentes, les raisons d'être des différentes parties du rapport. Effectivement, il y a une analyse qui vise à comparer la situation actuelle à la situation de deux mille deux (2002), deux mille trois (2003) pour s'en servir à titre de « benchmark ». Et je vous dirais que le neuf (9) octobre, j'avais une assez bonne idée qu'on pourrait s'en servir comme un plafond étant donné que, à mon avis, le risque avait diminué. Mais ça ne faisait pas partie du mandat qui m'avait été donné par mes clients. »

131. Ainsi, si les procureurs des demandeurs avaient pris la peine de lire attentivement le rapport de Monsieur Charest, ils auraient pu constater que les analyses qui y sont contenues sont rigoureuses et qu'elles reposent sur des données objectives et vérifiables dont plusieurs proviennent d'Hydro-Québec elle-même. L'AQCIE et le CIFQ s'inscrivent donc en faux contre ces attaques personnelles injustifiées et invitent la Régie à prendre connaissance des analyses exprimées dans le rapport de Monsieur Charest quant au profil de risque du Transporteur et du Distributeur, leur évolution dans le temps et leur comparaison avec celui d'autres entreprises d'utilités publiques. Il en va de même pour sa critique des analyses comparatives de risque contenues dans le rapport de Messieurs Coyne et Trogonoski.

132. Ainsi, par exemple, l'un des points importants qui ressort de l'analyse de monsieur Charest est la diminution du profil de risque du Transporteur et du Distributeur depuis 2002-2003 en raison, notamment, de l'introduction des nombreux comptes d'écart qui ont été créés depuis. Or, dans leur réponse (pièce HQT-D-5 doc 1 page 28) à la question 8.1 de la demande de renseignement que la Régie leur a adressée sur ce point, les experts des demandeurs contestent la pertinence de cette analyse et soulignent qu'il faut plutôt comparer le risque de HQT-D avec celui des entreprises de leurs groupes témoins :

Demandes :

8.1 Étant donné que le nombre de comptes d'écarts a augmenté au fil des années entre 2003 et 2013, peut-on considérer que, de ce point de vue, le risque d'affaires d'HQT-D a diminué depuis la fixation initiale des paramètres permettant de fixer le TRCP d'HQT-D, en 2002-2003 ?

Réponse :

*As discussed in response to Request 7.1, **the important question for investors** is not whether HQD and HQT have more or less risk protection mechanisms in 2013 than in 2002. **Rather, the important consideration is how HQD's and HQT's business and financial risk compares to the other companies in the proxy group.** While it is true that HQD and HQT have more deferral and variance accounts today than in 2002, the other companies in the U.S. and Canadian proxy groups also have more mechanisms in place to protect them against the business and regulatory risks associated with operating a regulated utility. The purpose of Concentric's risk analysis, as explained on pages 41-42 of the evidence, is to examine whether it is reasonable and appropriate to use Canadian and U.S. proxy groups to establish the allowed ROE for HQD and HQT, and to evaluate whether any adjustments should be made to the results for the Canadian and U.S. proxy groups to account for differences in business and financial risk between the proxy groups and HQD and HQT. In order to evaluate the comparability of the Canadian and U.S. proxy groups, Concentric has examined the business and financial risks of each operating company relative to those of HQD and HQT. The purpose of this evaluation is to determine the extent to which the companies in the Canadian and U.S. proxy groups operate in regulatory environments which provide similar risk protection as HQD and HQT receive in Québec."*

133. L'AQCIE et le CIFQ sont en complet désaccord avec cette affirmation. On ne peut déterminer le rendement du Distributeur et du Transporteur sans tenir compte des décisions passées de la Régie et de l'évolution du contexte depuis les décisions D-2002-95 et D-2003-93. En effet, certains éléments, tel que le

niveau de risque, n'évoluent que très lentement, les changements structurels étant plutôt rares. L'analyse faite il y a 10 ans demeure donc pertinente comme point de référence, ne serait-ce que pour assurer une certaine cohérence entre les décisions de la Régie.

134. Bien évidemment, il faut tenir compte des changements importants qui sont survenus et lorsqu'ils influent sur le risque, à la hausse comme à la baisse. Les comptes d'écart qui ont été introduits en constituent un bel exemple. Sur ce point, l'AQCIE et le CIFQ réfèrent à la réponse suivante du Dr. Booth (pièce C-AQCIE-0032) à la question 3 de la demande de renseignement que lui a soumise la Régie :

« 3. Référence : C-AQCIE-CIFQ-0023, p. 4.

Préambule :

- (i) « Mr. Olivier Charest, who has looked at this in detail in his separate testimony, is of the opinion that the overall risk of both HQT and HQD has declined since 2002/3, which I agree with since regulation for these companies is maturing ».

Demandes :

3.1 *Est-il pertinent, selon vous, d'examiner l'évolution du risque d'affaires d'HQTD depuis le dernier établissement du taux de rendement et de la structure de capital présumée de l'entreprise, en 2003, ou est-ce que seul l'examen du risque relatif aux entreprises comparables importe?*

3.2 *Étant donné que le nombre de comptes d'écarts a augmenté au fil des années entre 2003 et 2013, peut-on considérer que, de ce point de vue, le risque d'affaires d'HQTD a diminué depuis la fixation initiale des paramètres permettant d'établir les TRCP de HQT et HQD, en 2002-2003?*

3.1 *The policy of the Ontario Energy Board is ONLY to consider business risk changes since the last time that the Board reviewed business risk and set the utility's capital structure. This is clearly articulated in the passages that Dr. Booth reproduces for various OEB decisions in his Appendix E. In particular, in EB-2011-0354 Dr. Coyne made similar comparisons and argued that the capital structure should be changed for Enbridge Gas Distribution Inc from 36% to 42% to meet the fair return standard (FRS), and the OEB stated:*

This interpretation of the Board's policy is incorrect. The Board states explicitly in the Cost of Capital Report that the current policy on capital structure continues to be appropriate and that capital structure will only

be reviewed if there is a significant change in risk for the specific company. This does not entail a full cost of capital analysis and assessment against the FRS unless there has been a significant change in risk. The Board has structured its policy in a way that applies the FRS while promoting regulatory efficiency and predictability. The Board's policy does not require a full FRS analysis in each rate case. However, it ensures that the Board will perform a full review of capital structure in instances where a significant change in risk indicates that a change may be needed in order to continue to meet the FRS. The Board considers that where there has not been a significant change in risk, the FRS continues to be met. The Board notes that another Enbridge witness, Mr. Lister, expressed this as Enbridge's understanding as well: "It is our position that if the Board found that there was no change in business risk, then by definition the Board would be saying that the fair return standard has been met."

*Dr. Booth agrees with the OEB and points out that the Regie considered the business risk of HQD and HQT in 2002-3; so the critical question is how has the business risk of each changed since then? Otherwise it implies that the Regie made an incorrect decision at that time. **All else being equal, a reduction in their overall risk since 2002-3 could well justify a lower ROE at this time.***

*3.2 Dr. Booth can see no reason why the underlying business risk (ignoring the impact of regulation) of HQD and HQT has changed significantly as the underlying dominant position of electricity in the province, relative to other fuels, has not materially changed. In this he judges that Gaz Metro's business risk has moderately decreased as it is more competitive with electricity in the consumer space heating market. However, this is only one segment of the market for electricity and so has had less impact on HQD and HQT. On the other hand, **he agrees that the introduction of more deferral accounts has reduced the limited underlying business risk of HQD and HQT in terms of its impact on the shareholder.** Further, improvements in forecasting techniques should also reduce the variance of actuals from forecast and the possibility of HQD and HQT under-earning."*

B.5.5 La nécessité d'apporter des ajustements aux résultats:

135. Pour conclure sur les résultats du modèle AFM proposé par le Dr. Coyne sur la base de son US Proxy Group, l'AQCIE et le CIFQ tiennent à réitérer qu'il est nécessaire d'apporter des ajustements lorsque l'on utilise des données américaines dans le cadre de l'application du modèle DCF. Sur ce point, nous référons la Régie à la décision rendue en date du 17 avril 2013 par le

Newfoundland and Labrador Board of Commissioners of Public Utilities à laquelle il est fait référence dans la section ci-dessus consacrée à l'analyse des méthodes généralement retenues aux fins de l'évaluation du taux de rendement raisonnable d'un monopole réglementé.

136. **Compte tenu que le Dr. Coyne n'a apporté aucun tel ajustement aux fins de l'application de son modèle DCF, il n'est guère surprenant de constater que le résultat de 9,20 % auquel il parvient ne peut être réconcilié avec son modèle CAPM qu'en apportant à ce dernier une série d'ajustements à la hausse tout à fait contraires aux décisions récentes rendues par la Régie quant à l'application de cet autre modèle.**

B.6 L'OPPORTUNITÉ D'UNE FORMULE D'AJUSTEMENT AUTOMATIQUE :

137. On se souviendra que c'est à la demande expresse de l'AQCIE et du CIFQ que le sujet de la formule d'ajustement automatique a été ajouté aux enjeux à débattre dans le cadre du présent dossier. En effet, même avant qu'une preuve ne soit déposée sur cette question, le Transporteur et le Distributeur étaient opposés à l'inclusion de ce sujet parmi les questions à débattre. À preuve, les passages suivants de la décision procédurale D-2013-117 rendue en date du 29 juillet 2013 dans le présent dossier :

« [35] *Le Transporteur et le Distributeur considèrent qu'il n'est pas opportun de débattre des questions relatives à l'élaboration d'une FAA. Ils réfèrent aux difficultés rencontrées récemment par la Régie à l'application d'une telle formule pour la détermination d'un rendement raisonnable sur les capitaux propres dans les dossiers de Gaz Métro et de Gazifère. Ils rappellent que la Régie a récemment ordonné la suspension de l'application de cette formule pour une deuxième année tarifaire consécutive pour Gaz Métro et que Gazifère demande la suspension de l'application de sa propre formule d'ajustement, pour des motifs liés aux conditions actuelles des marchés financiers.*

[36] *Le Transporteur et le Distributeur font valoir que si l'examen d'une FAA devait avoir lieu, il devrait être réalisé subséquemment à la résolution des questions à l'étude dans le cadre du présent dossier.*

[37] L'AQCIE/CIFQ est d'avis qu'il faut tenter d'éviter la prolifération des dossiers d'étude approfondie du taux de rendement vu la lourdeur réglementaire et les coûts élevés y afférents. *Selon elle, cela justifie de prévoir d'ores et déjà de*

quelle façon le taux de rendement évoluera jusqu'à ce que le contexte rende nécessaire la tenue d'un nouveau dossier. L'AQCIE/CIFQ estime possible que la FAA retenue puisse, à la limite, consister tout simplement en un gel du taux de rendement sur une période donnée. »

138. L'AQCIE et le CIFQ se réjouissent de la décision de la Régie d'inclure la possibilité d'instaurer une nouvelle formule d'ajustement automatique parmi les enjeux à débattre dans le cadre du présent dossier. En effet, dans la mesure où il est possible d'élaborer une formule qui s'adapte bien à l'évolution des marchés financiers, particulièrement au chapitre du taux d'intérêt sans risque, nous considérons que l'adoption d'une telle formule pour les années 2015 et suivantes permettra d'atteindre les objectifs d'allègement réglementaire et de réduction des coûts de la réglementation sous-jacents à l'instauration d'un tel mécanisme.
139. Comme il fallait sans doute s'y attendre, la preuve complémentaire déposée par le Dr. Coyne comme pièce HQT-D-3, document 2.1 en date du 27 août 2013 a, pour l'essentiel, réitéré l'opposition d'Hydro-Québec à l'instauration d'une formule d'ajustement automatique pour les années 2015 et suivantes. Nous avons toutefois appris avec intérêt que, dans une décision récente rendue en date du 10 mai 2013, le BCUC a réintroduit une formule d'ajustement automatique en Colombie-Britannique (aux pages 4-5) :

« In British Columbia, the BCUC recently reintroduced a formula ("AAM") in its Generic Cost of Capital Proceeding – Stage 1 Decision, issued May 10, 2013.⁶ The AAM will be used to derive the ROE for the benchmark utility, and all other BC utilities' equity returns will be established at specified premiums to the benchmark. The use of the AAM will commence for the 2014 calendar year and operate until December 31, 2015. Because the BCUC recognized that the previous AAM, which was based entirely on the change in long term government bond yields, failed to satisfy the Fair Return Standard when interest rates continued at abnormally low levels, the new AAM formula introduced a spread component which is appended to the previous formula to capture not only changes in the fundamental long term interest rates, but also changes in corporate costs of capital. Lastly, the new AAM establishes a floor LCBF of 3.8 percent, in recognition of the atypical relationship between ROE and the cost of risk in periods of unusually low interest rates. The formula as approved by the BCUC is shown below:

$$ROE = \text{Base ROE (8.75\%)} + 0.50 \times (\text{LCBF}_t - \text{BaseLCBF}) + 0.50 \times (\text{UtilBondSpread}_t - \text{BaseUtilBondSpread})$$

The new AAM is similarly specified to the currently established Ontario AAM formula, with the exception of a 3.8 percent LCBF floor. *Until the trigger is met, the currently authorized return of 8.75 percent will continue as the authorized return for the benchmark utility in BC. In its letter dated June 27, 2013, the Commission sought stakeholder submissions on the specification of inputs for the newly reinstated annual AAM formula. In response, Concentric has submitted recommendations to the BCUC on specification of the input parameters required to estimate the formula.”*

140. L'originalité de la nouvelle formule instaurée en Colombie-Britannique est d'instaurer un niveau minimum de 3,8 % du taux d'intérêt sans risque pour déclencher l'application de la formule, à défaut de quoi le taux de rendement de l'entreprise réglementée doit demeurer au niveau de 8,75 %.
141. Dans le cadre du présent dossier, le Dr. Booth recommande une formule identique à celle qu'il avait proposée pour Gazifère en 2010 et qui fut approuvée dans la décision D-2010-147, sous réserve de l'introduction d'un taux sans risque minimum de 3,95 % pour déclencher l'application de la formule. Conceptuellement, son approche ressemble à celle retenue par le BCUC sous réserve d'un taux sans risque minimum légèrement supérieur pour déclencher l'application de la formule. Voici la description sommaire de la proposition du Dr. Booth que l'on peut retrouver à la page 69 de son expertise :

“I recommended that the Régie use this series in the Gazifère hearing and in its decision D2010-147 the Régie adopted both the Bloomberg series and the long Canada bond yield series (Cansim 3 V39056) to estimate the expected long Canada bond yield and the credit spread. I would recommend that the Régie do exactly the same thing for HQD and HQT.

I therefore recommend that in the future both HQT and HQD have their allowed ROE adjusted from that set for 2014 by 75% of the change in the forecast long Canada bond yield subject to that rate exceeding 3.95% and 50% of the change in the credit spread both calculated according to the Régie's decision for

Gazifère and the values established in this hearing.”

142. On se souviendra que, lors de son contre-interrogatoire à l’audience, le Dr. Coyne a souscrit un engagement à l’effet de produire au dossier les commentaires de Concentric transmis à la BCUC à l’invitation de cette dernière relativement aux paramètres de la nouvelle formule d’ajustement automatique instaurée dans cette juridiction. La réponse à cet engagement a été produite comme pièce B-102.
143. Il est bien vrai que, dans sa lettre du 27 juin 2013 sollicitant les commentaires des intervenants, la BCUC a pris la peine de préciser qu’elle ne demandait pas « *...further comments on the merits of the implementation of the AAM but specifically on each element of the inputs to the formula* ». Dans leur lettre du 26 juillet 2013 formulant leurs commentaires, les experts de Concentric Advisors ont toutefois admis explicitement comme suit que la nouvelle formule introduite par la BCUC a pour effet de corriger les lacunes de la formule précédente lorsque les taux d’intérêt sont à des niveaux anormalement bas :

*“Because the BCUC recognized that the previous AAM, which was based entirely on the change in long term government body yields, failed to satisfy the Fair Return Standard **when interest rates continued at abnormally low levels**, the new AAM formula introduced a spread component which is effectively appended to the previous formula to capture not only changes in the fundamental long term interest rates, but also changes in corporate utility costs of capital. Lastly, the new AAM establishes a floor LCBF of 3.8 percent, in recognition of the atypical relationship between ROE and the cost of risk **in periods of unusually low interest rates.**”*

144. Comme on peut le constater à même cet extrait, les experts de Concentric, sans pour autant endosser expressément l’instauration d’une formule d’ajustement automatique, reconnaissent à tout le moins qu’il est possible d’élaborer des paramètres permettant de remédier aux inconvénients associés aux formules utilisées jusqu’à ce jour lorsque les taux d’intérêt sont à des niveaux anormalement peu élevés.
145. À notre avis, la proposition du Dr. Booth dans le présent dossier, lorsque considérée à la lumière des derniers développements en Colombie-Britannique, démontre qu’il est effectivement possible de concevoir une formule d’ajustement automatique permettant de produire un taux de rendement juste et raisonnable même lorsqu’il y a des anomalies dans l’évolution des marchés financiers. **L’AQCIE et le CIFQ recommandent en**

conséquence d'approuver la nouvelle formule recommandée par le Dr. Booth, incluant évidemment la nécessité d'un taux sans risque minimum de 3,95 % pour en déclencher l'application.

146. Ainsi, par exemple, s'il devait s'avérer que les taux sans risque projetés pour l'une quelconque des années 2015 et suivantes soient inférieurs à 3,95%, nous considérons que la Régie pourrait tout simplement maintenir le taux de rendement approuvé pour 2014 en tenant pour acquis que, pour la détermination de celui-ci sur la base la méthode CAPM, la Régie aurait utilisé un taux sans risque de 3,95 % représentant la prévision de 3,60 % pour les taux à long terme de l'année témoin 2014, à laquelle vient s'ajouter l'ajustement de 35 points de base pour l'opération Twist.

C. LE MÉCANISME DE TRAITEMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT :

147. Comme indiqué dans l'introduction de la présente argumentation, l'AQCIE et le CIFQ s'en remettent, pour l'essentiel, à la preuve et l'argumentation présentée par la FCEI sur le mécanisme de traitement des écarts de rendement (MTÉR), sous réserve seulement des commentaires supplémentaires formulés ci-après;
148. Fondamentalement, les propositions formulées par les demandeurs au chapitre du taux de rendement sur l'avoir propre auquel le Transporteur et le Distributeur devraient avoir droit de même qu'au chapitre du MTÉR, telles que complétées par la preuve supplémentaire déposée en date du 27 août 2013, ne changent en rien le mode de réglementation fondamental auquel les demandeurs seront assujettis pour l'année témoin 2014, soit une réglementation traditionnelle basée sur une projection de leur coût de service pour l'année témoin.
149. Or, dans sa décision D-2013-106 rendue le 15 juillet 2013 à l'égard du MTÉR proposé par Gaz Métro dans le cadre de son dernier dossier tarifaire, la Régie a bien cerné le rôle précis attribué à cet outil dans le cadre d'un mode coût de service ne permettant pas de distinguer les écarts de rendement découlant de gains d'efficience de ceux découlant de simples erreurs de prévisions :

[382] La Régie considère que le risque associé à une réglementation sur la base du coût de service est généralement inférieur à celui lié à une réglementation incitative. Le distributeur a la possibilité de présenter des budgets conservateurs dans un tel contexte. L'asymétrie d'information doit aussi être prise en compte dans

l'établissement d'un mécanisme de partage des trop-perçus et des manques à gagner.

(...)

[386] *La Régie considère que le partage des trop-perçus et manques à gagner dans un cadre de coût de service consiste à répartir les écarts constatés en fin d'année entre les prévisions et les données réelles. Ces écarts sont inévitables lorsque les tarifs sont déterminés sur la base de données projetée. La Régie tient compte des caractéristiques inhérentes à ce processus, soit l'asymétrie d'information et la présentation de prévisions conservatrices tant pour les charges que pour les volumes de ventes. Dans ce contexte, elle considère qu'un mécanisme de partage est un outil réglementaire simple qui vise à disposer d'écarts jugés normaux dans un tel mode de réglementation.*

[387] *Bien que l'atteinte de cibles d'efficience soit possible en mode coût de service, il n'est pas possible de distinguer les écarts de prévision des gains d'efficience dans ce cadre. La Régie se concentre donc, pour la période de transition, sur l'atteinte des meilleures prévisions possibles.*

[388] En conséquence, la Régie détermine que les manques à gagner seront à la charge de l'actionnaire. Les trop-perçus seront partagés comme suit :

- premiers 50 points de base : Gaz Métro 50 %, clientèle 50 %;

- au-delà de 50 points de base : clientèle 100 %. »

150. L'AQCIE et le CIFQ sont entièrement d'accord avec l'analyse effectuée par la Régie dans cette décision relativement au niveau de risque associé à une réglementation sur la base du coût de service, notamment pour ce qui est de la possibilité, pour l'entreprise réglementée, de présenter des budgets conservateurs et de bénéficier d'une certaine asymétrie d'information.
151. Cela dit, l'expérience vécue avec le Transporteur et le Distributeur, au cours des cinq dernières années pendant lesquelles des surplus de rendement significatifs ont été empochés par Hydro-Québec, nous porte à croire que seul un mécanisme de traitement des écarts de rendement nettement favorable aux usagers préviendra la répétition de cette situation déplorable. Ces surplus constituent d'ailleurs la principale raison pour laquelle le présent dossier a été constitué.
152. Après avoir pris connaissance de l'excellente expertise préparée par Monsieur Paul Centolella pour le compte de la FCEI, nous partageons entièrement les

tenants et aboutissants de son analyse quant aux caractéristiques et inconvénients associés au mécanisme de traitement des écarts de rendement proposé par HQTD dans le présent dossier.

153. L'AQCIE et le CIFQ croient opportun de souligner que la recommandation de Monsieur Centolella à l'effet de partager les trop perçus excédant 50 points de base à raison de 75 % pour les usagers et 25 % pour HQTD est plus généreuse à l'endroit du Transporteur et du Distributeur que le MTÉR qui a été approuvé par la Régie pour Gaz Métro dans sa décision D-2013-106 ci-dessus.

Le tout respectueusement soumis.

CE 25 NOVEMBRE 2013

Guy Sarault
Procureur de l'AQCIE et du CIFQ

ANNEXE 1

	Gaz Métro 2012 Rate Case					Régie 2012 Adj.		Coyne	Booth	
	<u>Morin</u>	<u>Booth</u>	<u>Booth</u>	<u>Régie</u>	<u>Régie</u>					
Risk-Free Rate	4.40%	4.50%	4.50%	3.91%	4.50%	3,60	3,60	4,23	3,60	3,60
Beta	0.70	0.45	0.55	0.50	0.60	0,50	0,60	0,59	0,45	0,55
x Market Risk Premium	6.70%	5.00%	6.00%	5.50%	5.75%	5,50	5,75	6,67	5,00	6,00
Proxy Group Risk Premium	4.69%	2.25%	3.30%	2.75%	3.45%	2,75	3,45	3,935	2,25	3,30
Straight CAPM Calculation	9.09%	6.75%	7.80%	6.66%	7.95%	6,35	7,05	8,17	5,85	6,90
Flotation Cost	0.30%	0.50%	0.50%	0.30%	0.40%	0,30	0,40	0,30	0,50	0,50
"Simple" CAPM		7.25%	8.30%	6.96%	8.35%	6,65	7,45	8,47	6,35	7,40
Risk Adjustment				0.25%	0.35%	N/A ²	N/A ²	N/A ²	N/A ²	N/A ²
Adjustment for Other Models				0.25%	0.50%	0,25	0,50	0,75	N/A	N/A
Excess Credit Spreads		0.25%	0.40%	0.25%	0.40%	0,25	0,40	N/A	0,30	0,30
Operation Twist						0,35	0,35	N/A	0,35	0,35
Total	9.39%	7.50%	8.70%	7.71%	9.60%	7,50	8,70	9,22	7,00	8,05
Recommended ROE	9.39%	8.10%		8.90%		8,10		9,22	7,50	

*The 9.34% CAPM result above may not calculate due to rounding.

- (1) Consensus Forecast LTC 2014
- (2) No risk adjustment needed for HQT and HQD