

C A N A D A

RÉGIE DE L'ÉNERGIE

PROVINCE DE QUÉBEC

District de Montréal

No. R-3690-2009

SOCIÉTÉ EN COMMANDITE GAZ MÉTRO, société dûment constituée, ayant sa principale place d'affaires au 1717, rue du Havre, en les ville et district de Montréal, province de Québec,

(ci-après la «Demanderesse» ou «Gaz Métro»),

**PLAN D'ARGUMENTATION
DE LA DEMANDERESSE GAZ MÉTRO**

PARTIE I

(TAUX DE RENDEMENT)

A- Introduction

- Contexte du présent dossier tarifaire :
 - Grave crise financière;
 - Récession.
- Conséquences du contexte actuel :
 - Baisse marquée de la prévision de la demande;
 - Augmentation des dépenses relatives à l'amélioration du réseau;
 - Fonds de pension à renflouer;
 - Création d'une dette à l'endroit des clients en vertu du mécanisme incitatif;
- Formule d'ajustement automatique (la « FAA »):
 - Mise en place par l'Office national de l'énergie (« l'ONÉ ») en 1994;
 - Adoptée par la Régie en 1999;
 - Reconduite dans le cadre de la cause tarifaire 2005;
 - Déclin continu du taux de rendement;
 - Depuis la cause tarifaire 2008, Gaz Métro souhaite que la Régie s'écarte de la FAA :

-
- Cause tarifaire 2008 : Fama-French – absence de précédent;
 - Cause tarifaire 2009 : augmentation significative des écarts de crédit – nécessité d'avoir une preuve d'expert.
 - Cause tarifaire 2010 : la FAA est tout simplement « brisée » :
 - Taux d'intérêt des obligations corporatives ne fluctue plus parallèlement à celui des obligations long terme du gouvernement canadien;
 - La FAA donne des résultats absurdes;
 - Remise en question par – ou devant – plusieurs régulateurs, agences de crédit et analystes;
 - Changements significatifs au niveau des marchés financiers et du coût de l'équité.
 - Nouvelle méthode proposée : ATWACC
 - Méthode employée par l'ONÉ dans le dossier de TQM;
 - Grand avantage : elle tient compte à la fois du taux de rendement et de la structure de capital, donc du risque financier, contrairement à la méthode traditionnellement utilisée;
 - Appuyée par une preuve d'experts :
 - Constitution de deux groupes d'entreprises témoins comparables à Gaz Métro et établissement de leur ATWACC;
 - Comparaison du risque d'affaires de ces deux groupes par rapport à Gaz Métro;
 - Établissement du ATWACC de Gaz Métro.
 - Gaz Métro demande à la Régie de fixer son ATWACC à 7,75% avec ou sans structure de capital.

B- Le concept de « rendement raisonnable »

- La Régie fixe les tarifs (art. 48 de la *Loi sur la Régie de l'énergie* (la « Loi »));
- À cette fin, la Régie doit notamment permettre un rendement raisonnable sur la base de tarification (art. 49 de la Loi) (nos soulignés);
- Les tribunaux canadiens et américains ont maintes fois interprété ce concept;

-
- En 1929, dans *Northwestern Utilities Ltd. c. Edmonton (City)*, [1929] S.C.R. 186 (onglet 1), la Cour suprême du Canada, à la page 6, exprimait l'opinion suivante :
 - « By a fair return is meant that the company will be allowed as large a return on the capital invested in its enterprise (which will be net to the company) as it would receive if it were investing the same amount in other securities possessing an attractiveness, stability and certainty equal to that of the company's enterprise.»
 - Le concept exprimé par la Cour suprême du Canada a peu évolué au cours des ans;
 - Dans la décision *Gazoduc Trans Québec & Maritimes inc.*, RH-1-2008 (ci-après la décision « TQM » - voir sous l'onglet 2) rendue en mars 2009, à la page 7, l'ONÉ rappelait que les trois critères qui suivent doivent être respectés afin d'obtenir un « rendement raisonnable » :
 - Être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une autre entreprise présentant un risque analogue (critère de l'investissement comparable);
 - Permettre à l'entreprise de préserver son intégrité financière (critère de l'intégrité financière);
 - Permettre à l'entreprise d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables (critère de l'effet d'attraction des capitaux).
 - Dans l'appréciation de la raisonnable du rendement accordé, le régulateur n'a pas à tenir compte de l'impact sur les tarifs (décision TQM, p. 6 – onglet 2);
 - Pourtant, l'un des 4 objectifs principaux de l'ACIG est de maintenir les tarifs le plus bas possible (Pièce B-83 déposée lors du contre-interrogatoire (« CI ») de Monsieur Murray Newton, Vol. 7, pp. 116-118 et 159);
 - Dr Booth garde aussi toujours à l'esprit l'impact du taux de rendement accordé sur les tarifs (CI Dr Booth, Vol. 7, p. 160).

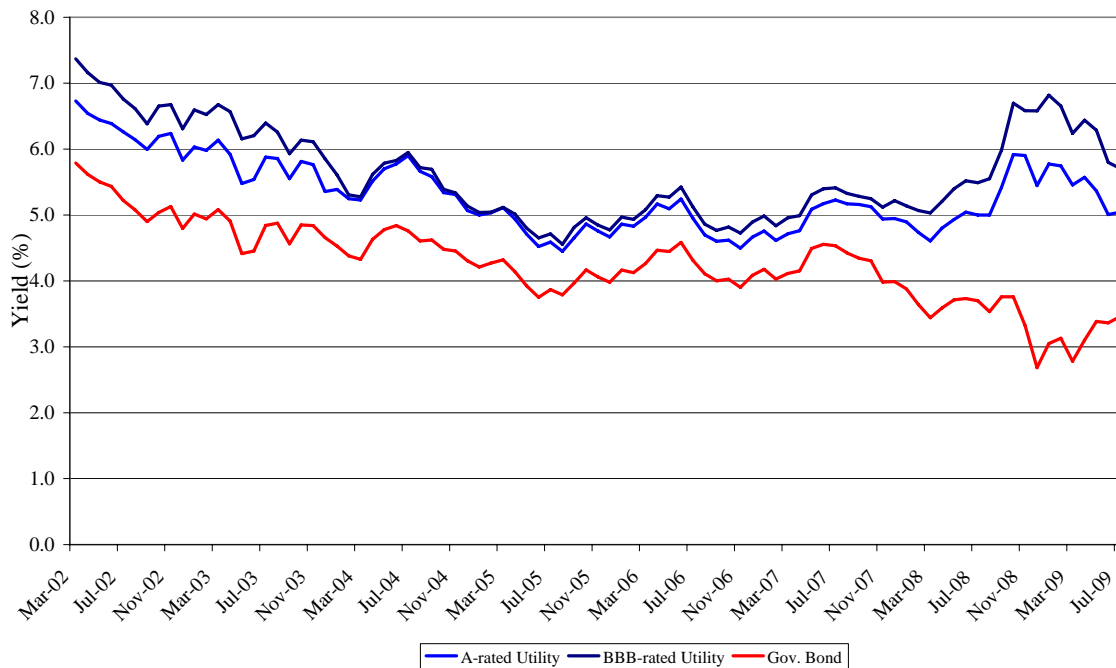
Le rendement octroyé selon la formule d'ajustement automatique n'est pas raisonnable ou « la formule est brisée »

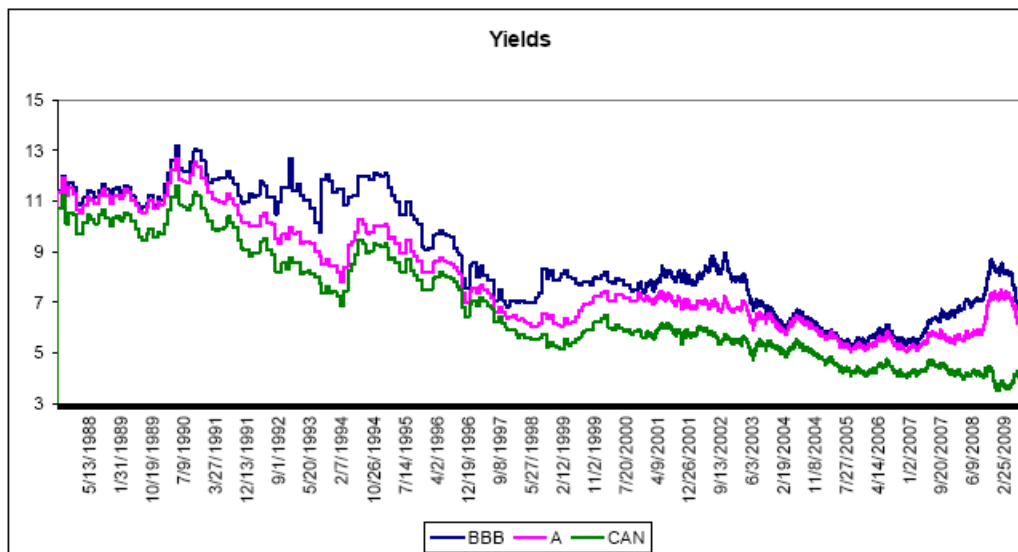
- Le taux de rendement donné par la FAA ne rencontre pas les trois critères énoncés par la jurisprudence;

i. Les exemples qui parlent...

- a) Fluctuations des taux d'intérêt des obligations long terme du gouvernement canadien et corporatives
- Tableau extrait de la présentation utilisée par le Dr Vilbert, Gaz Métro-7, document 23, lors de son témoignage en chef ;

10-Year Utility and Government Bond Yields





LTC Yields fell, Corporate debt yields increased

BOOTH GMI 2009



- Tableau extrait de la présentation utilisée par le Dr Booth, Pièce C-1.25, lors de son témoignage en chef;
- Augmentation importante des écarts de crédit depuis fin 2007/début 2008;
- Les taux ne fluctuent plus au même diapason alors que cela avait toujours été le cas auparavant;
- En adoptant la FAA dans sa décision D-99-11 (onglet 3), la Régie acceptait l'existence d'un lien entre les taux obligataires long terme du gouvernement du Canada et le rendement attendu par les actionnaires (p. 49 de la décision);
- Ce lien était notamment illustré par l'évolution en parallèle des taux d'intérêt des obligations long terme du gouvernement du Canada et de celles des corporations canadiennes;
- Ce lien n'existe plus aujourd'hui, la formule est brisée.

b) Les résultats absurdes donnés par la FAA

- Depuis le printemps 2008, le taux de rendement résultant de la FAA diminue alors que l'incertitude dans les marchés financiers et le risque associé augmentent;
- Depuis le creux vécu sur les marchés financiers en mars 2009, le taux de rendement selon la FAA augmente alors que l'incertitude et le risque associé devraient avoir cessé de s'aggraver :
 - Avec le *Consensus Forecast* du mois de mars 2009, la FAA aurait donné un taux de rendement de 8,17%;
 - Avec le *Consensus Forecast* du mois d'août, la FAA donnerait un taux de rendement de 8,64%.

c) L'écart entre le taux de rendement calculé avec la FAA et les rendements des obligations long terme des compagnies canadiennes génériques

- En mars 2009, il y avait un écart de 7 pb entre le taux de rendement (calculé avec le *Consensus Forecast* de mars 2009) et les rendements des obligations long terme des compagnies canadiennes génériques (Témoignage en chef (« TC ») de Monsieur Aaron Engen, Vol. 1, p. 192-193).

d) La FAA et les autres juridictions

- Processus de consultation devant l'ONÉ et la Régie ontarienne;
- Révision du taux de rendement devant les régies albertaine et de la Colombie-Britannique.

e) L'opinion des agences de notation de crédit et des analystes

- Standard & Poor's, Gaz Métro-7, document 10, p. 4;
- Scotia Capital, Gaz Métro 7, document 11, p. 1 de l'annexe 1; TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 43-44;
- Critiques virulentes de la part des analystes dans le secteur énergétique (Gaz Métro-7, document 12, pp. 123-128) :
 - La FAA semble brisée (Robert Kwan – RBC);
 - Les taux de rendement sont trop bas (Karen Taylor – anciennement de BMO Capital Markets);
 - La prime de risque de marché utilisée résulterait en des taux de rendement confiscatoires (Karen Taylor, anciennement de BMO Capital Markets).

ii. Les autres indices

- La FAA ne donne pas un taux de rendement qui reflète le coût de l'équité sur le marché actuel;
- Augmentation du coût du capital :
 - Taux d'intérêt applicables aux marges de crédit bancaires pour des entreprises dont la notation de crédit est « A » (TC A. Engen, Vol. 1, pp. 163-167) :
 - Depuis 6 à 8 mois, majoration de la prime ajoutée au taux de base (taux préférentiel ou acceptations bancaires) applicable à ces marges;
 - Aucun changement depuis le dépôt de la preuve en mai 2009.
 - Taux d'intérêt applicables aux actions privilégiées (TC A. Engen, Vol. 1, pp. 173-175);
 - Augmentation importante (de 400 à 700 pb) de l'écart de crédit;
 - Grande volatilité.
 - Le papier commercial est 33% plus cher qu'avant la crise (Témoignage en contre-preuve (« TCP ») A. Engen, Vol. 8, p. 16);
 - Ratio P/E (prix/bénéfices) (TC A. Engen, Vol. 1, pp. 175-176; TCP A. Engen, Vol. 8, pp. 17-18);
 - Diminution importante du ratio P/E à la fin 2008/début 2009.
- Bref, pour les participants au marché, l'augmentation du coût du capital telle que vue ci-dessus signifie une augmentation du coût de l'équité (TC A. Engen, Vol. 1, p. 178);
- L'augmentation du coût de l'équité est démontrée par la conduite des participants au marché :
 - Fusions et acquisitions : les investisseurs potentiels fixent un coût du capital plus élevé qu'auparavant (TC A. Engen, Vol. 1, p. 178);
 - Fonds de pension : recherche de taux de rendement de l'ordre de 12-14% avec un niveau de dette inférieur à celui des compagnies canadiennes réglementées (TC A. Engen, Vol. 1, p. 179);
 - Capitaux privés : taux de rendement recherchés : 15-20% (TC A. Engen, Vol. 1, p. 180);
 - Projets de pipelines : taux de rendement recherchés : 10¾-14% (TC A. Engen, Vol. 1, p. 181).
- Depuis 2 ans, Gaz Métro souhaite émettre pour 100 M\$ d'équité mais attend pour obtenir des termes plus raisonnables (CI P. Despars, Vol. 2, pp. 36-37);
- Bref, les conditions économiques et financières ont tellement évolué depuis 1999 que la FAA doit être mise de côté (à ce sujet, voir la décision D-2004-196, p. 13 – onglet 4 –,

qui laisse entendre que des changements significatifs notamment aux niveaux économique et financier pourraient ouvrir la porte à une révision de la formule).

iii. *Les opportunités d'affaires aux États-Unis sont comparables à celles existantes au Canada*

- Les investisseurs se tournent de plus en plus vers le marché extérieur, en particulier américain, preuve de la mondialisation des marchés :
 - Élimination du *foreign property rule* (TC A. Engen, Vol. 1, p. 182);
 - Élimination de la retenue à des fins fiscales pour les paiements d'intérêts entre entités canadiennes et américaines (TC A. Engen, Vol. 1, p. 182);
 - Possibilité pour les compagnies canadiennes d'émettre de la dette aux États-Unis (TC A. Engen, Vol. 1, p. 182).
- Au cours des dernières années, les investisseurs canadiens tels que des banques d'affaires, les fonds de pension de même que les compagnies dans le secteur de l'énergie examinent attentivement les occasions d'affaires pouvant se présenter aux États-Unis (TC A. Engen, Vol. 1, p. 182-183);
- Gaz Métro a même décidé d'y investir avec Green Mountain Power;
- L'industrie de la finance évalue les opportunités d'affaires dans le secteur énergétique américain de la même façon qu'elle le fait pour le secteur énergétique canadien (TC A. Engen, Vol. 1, p. 183);
- Bref, il s'agit d'opportunités d'affaires comparables dont la Régie doit tenir compte dans son évaluation du rendement raisonnable.

iv. *Les critiques soulevées par les intervenants*

- Pour le Dr Booth, professeur de finance sans expérience pratique en matière de marché des capitaux, la situation actuelle est revenue à la normale :
 - « *Been there, done that, got the T-Shirt* »:
 - “Risk is a situation where, to paraphrase my son “Been there, done that. Got the T-Shirt.” We know what the risk is. We’ve been there. We know how to model it. We know what a recession looks like. We know what a boom looks like. » (TC Dr Booth, Vol. 6 – Soirée, pp. 113-114);

-
- Symptomatique de la façon dont le Dr Booth aborde :
 - Les effets de la récession et de la crise financière;
 - Les instances réglementaires :
 - Décision TQM : « *comes from thin air* » (Réponse à la DDR 9.1, Pièce ACIG-6, document 3, p. 4);
 - La Régie devrait « *wait until the full range of problems with ATWACC have been aired before the NEB and see whether the NEB decides to move the class I pipes to ATWACC and continue ATWACC for TQM* » (p. 24 de sa preuve, ACIG-6, document 1, l. 4-6).
 - Le « syndrome des lunettes roses » :
 - 55% de réussites dans ses prévisions ferait du Dr Booth un multi-millionnaire (CI Dr Booth, Vol. 7, p. 183);
 - La réalité, c'est que l'évolution de la situation économique est imprévisible (CI Dr Booth, Vol. 7, pp. 177-182);
 - Dr Booth l'a démontré avec ses prévisions dans les dossiers tarifaires 2008 et 2009 qui se sont avérées erronées : « *however, of major importance is that the storm seems to have passed in the financial markets or at least stabilized* » (Preuve écrite du Dr Booth dans la cause tarifaire 2009, B-86, p. 6);
 - Malheureux pour Gaz Métro car s'il avait vu venir la crise, il aurait recommandé la suspension de la formule dans le cadre de la cause tarifaire 2009 (CI Dr Booth, Vol. 7, p. 184).
 - Quant aux conséquences de la crise, Dr Booth écrit que “*it will take time to reverse [the] impact [of the initial causes of the current crisis] on the real economy since the « second shoe » has now dropped.* » (p. 33 de sa preuve, ACIG-6, document 1, p. 33);
 - Aussi, il a écrit que “*the enormous losses imposed on the world by the failures of US bank regulation will haunt investors for decades.*” (p. 7 de sa preuve, ACIG-6, document 1, l. 12-13);
 - Voir aussi TCP Dr Vilbert, Vol. 8, p. 75 au sujet des effets à long terme de la crise.
- L'augmentation des écarts de crédit est due à l'absence de liquidité des obligations :
 - Dr Booth se contredit en affirmant qu'il s'agit DU facteur expliquant l'augmentation des écarts de crédits (p. 76 de sa preuve, ACIG-6, document 1, l. 14) tout en admettant que :
 - Il n'est pas possible de départager l'effet des divers éléments qui composent l'écart de crédit (p. 76 de sa preuve, ACIG-6, document 1, l. 20-21);
 - Il ne dispose d'aucune donnée de marché afin d'appuyer son affirmation (Réponse à la DDR 6.3, ACIG-6, document 5, p. 10).
 - Monsieur Engen, spécialiste en marché des capitaux, témoigne toutefois à l'effet que la BMO, dans sa détermination des écarts de crédit prend soin de ne

-
- considérer que des « *go-go names* » et d'exclure toute obligation pouvant être affectée par la diminution ou l'absence de liquidité (TC A. Engen, Vol. 1, p. 169);
- Par ailleurs, on ne peut utiliser les volumes de ventes des obligations puisque ce marché est privé (« *over the counter market* ») (TC A. Engen, Vol. 1, p. 171).
- Par conséquent, l'augmentation des écarts de crédit provient d'une augmentation des autres éléments les composants, notamment la prime de risque;
 - Dr Booth croit aussi que le ratio valeur au marché/valeur aux livres révèle un taux de rendement qui satisfait les investisseurs;
 - M. Engen considère cette affirmation comme un mythe; il croit plutôt que cette donnée n'est pas pertinente lorsque vient le temps d'évaluer la raisonnable d'un rendement :
 - Le prix de la part est fonction de la croissance d'une entreprise qui peut avoir des activités réglementées et non-réglementées (TC A. Engen, Vol. 1, p. 188);
 - Les investisseurs sont intéressés par la croissance du titre et le dividende versé (Vol. 1, p. 188), non pas par le ratio valeur au marché/valeur aux livres;
 - Les analystes n'utilisent pas le ratio valeur au marché/valeur aux livres dans le secteur de l'énergie (TC A. Engen, Vol. 1, p. 190);
 - Les données importantes pour un investisseur sont l'EBITDA, le ratio cours/bénéfice, le flux de trésorerie actualisé ou le taux de dividende (TC A. Engen, Vol. 1, p. 190);
 - Dr Booth indique que le taux de rendement qui résulte de l'application de la formule est généreux par rapport à son taux de rendement estimé;
 - Il valide notamment la prime de risque du marché qu'il utilise pour estimer son taux de rendement avec une étude du Pr. Fernandez (ACIG-6, document 6, p. 16, réponse à la DDR 18.1) :
 - La question posée est vague et ambiguë en ce que le Pr. Fernandez demande la prime de risque de marché employée en 2007 et 2008 (voir onglet 5, p. 12);
 - Selon toute vraisemblance, les réponses données ne considéraient pas l'effet de la crise financière;
 - Sur les 29 répondants canadiens, 14 appuyaient leur évaluation de la prime de risque de marché avec des livres ou des articles, 6 avec des données historiques et seulement 3 à l'aide de leurs propres calculs;
 - Enfin, le Pr. Fernandez conclut son étude (onglet 5, p. 11) en indiquant qu'il y a absence de consensus parmi les professeurs et les auteurs quant à la valeur de la prime de risque de marché requise en 2008!
 - Voir aussi TCP Dr Vilbert, Vol. 8, pp. 62-64.

C- La méthode à employer pour déterminer un rendement raisonnable

i. *La méthode ATWACC versus la méthode traditionnelle*

- La formule est brisée, il faut donc établir le taux de rendement à l'aide d'une méthode permettant de l'estimer;
- La méthode traditionnellement utilisée repose sur le CAPM :
 - Elle est utilisée pour évaluer le taux de rendement raisonnable par opposition au coût total du capital que l'on obtient avec l'ATWACC;
 - Elle est utilisée par le Dr Booth pour démontrer que le résultat de la FAA est raisonnable;
 - Traditionnellement, le taux de rendement sur l'avoir propre d'entreprises comparables est calculé à partir de la méthode CAPM;
 - La faiblesse de cette méthode réside dans le fait qu'elle tient compte du risque financier propre à chaque entreprise comparable et non pas du risque financier propre à Gaz Métro puisque chaque entreprise a sa structure de capital;
 - Le taux de rendement « comparable » utilisé pour fixer le taux de rendement de l'entreprise sous étude est donc biaisé par le risque financier propre à chaque entreprise comparable (si le ratio de dette augmente, le risque financier augmente et le taux de rendement aussi);
- Au sujet du risque financier, celui-ci est représenté par la valeur au marché de la structure de capital, pas par la valeur aux livres (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 197);
- Gaz Métro, par l'intermédiaire de ses experts, demande plutôt d'avoir recours à la méthode ATWACC qui présente l'avantage de neutraliser l'effet du risque financier propre à chaque entreprise et d'éliminer le biais intrinsèque du CAPM;
- Cette neutralisation provient du fait que l'ATWACC demeure constant sur une large portion du ratio dette/équité (à ce sujet voir le Pr. Roger A. Morin, *New Regulatory Finance*, 2006, à la p. 470 – onglet 6; voir aussi la pièce B-92, soit l'ouvrage de Richard Brealey, Stewart C. Myers and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, à la page 550; enfin, voir aussi TCP Dr Kolbe, Vol. 8, pp. 24-32);
- L'ATWACC permet donc d'éliminer à l'intérieur de cette portion, l'effet du risque financier associé à la structure de capital de chaque entreprise comparable (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 196; TCP Dr Kolbe, Vol. 8, pp. 34-35);

- Il s'agit donc d'une méthode plus appropriée pour comparer des entreprises entre elles:

- Décision TQM, p. 19 (onglet 2):

« L'Office fait également observer que la démarche CMPCAI permet de comparer sur un pied d'égalité les rendements des sociétés exposées à un risque comparable, puisqu'elle neutralise les écarts de risque financier lorsqu'on compare les occasions d'investissement. Selon l'Office, cette démarche facilite les comparaisons de rendement en supprimant l'incidence du risque financier. Par conséquent, elle fait un meilleur usage de l'information sur les marchés financiers. »

- Enfin, la méthode ATWACC permet de faire des comparaisons plus sérieuses :

- Décision TQM, p. 22 (onglet 2):

« La transparence est un facteur auquel l'Office a accordé beaucoup d'importance dans sa décision d'utiliser la démarche du CMPCAI. Un CMPCAI unique qui incorpore le rendement total du capital de sociétés comparables permet à l'Office d'établir des comparaisons sérieuses. Cela contraste avec la simple considération du rendement du capital-actions ordinaire, qui ne donne qu'une idée partielle du rendement total du capital. De plus, la structure de capital de chaque société étant différente, il est difficile pour une partie de l'extérieur de juger si elle convient. Selon l'Office, la plus grande facilité de comparaison que confère la démarche du CMPCAI donne lieu à moins d'erreurs et permet plus de clarté. »

- Pour ces raisons, la démarche ATWACC devrait être retenue afin d'établir le coût total du capital de Gaz Métro duquel découle son taux de rendement, sous réserves des ajustements proposés par le Dr Kolbe;

ii. *La position des experts de l'ACIG*

- ATWACC n'a pas été adopté dans d'autres juridictions :

- Faux : M. Gorman l'a même admis dans sa réponse à la DDR 6.1, ACIG-7, document 4, p. 11;
- TCP Dr Kolbe, Vol. 8, pp. 35-36 et Pièce B-93;
- L'ONÉ l'a adopté;
- On nous cite des décisions américaines qui ont toutes rejeté la méthode ATWACC mais regardons les taux de rendement accordés :
 - Arizona American Water Company: 10.4 % (Onglet 7 – p. 29, l. 7);
 - Wisconsin Electric Power and Wisconsin Gas LLP: 10.75% (Onglet 8 – page frontispice du document intitulé “Final decision”);
 - California Water Service: 10.20% (Onglet 9 – p. 46);
 - Ohio Edison Company : 8.48% (Onglet 10 – p. 22) – il s'agit du coût pondéré total du capital; le taux de rendement est donc plus élevé;
 - Tennessee American Water: 10.2% (Onglet 11 – p. 49).

-
- Le ATWACC utilise la valeur de marché de la structure de capital alors que la méthode traditionnelle utilise la valeur aux livres de la structure de capital afin de déterminer le taux de rendement : FAUX!
 - Tant le CAPM que le ATWACC ont recours à des données de marchés afin de déterminer le taux de rendement (CI M. Gorman, Vol. 7, p. 221);
 - Mais la méthode traditionnelle pour déterminer le taux de rendement ne tient pas compte de la structure de capital; c'est son défaut principal!
 - Ensuite, si on regarde à quelle valeur de la structure de capital est appliqué le taux de rendement, on constate que dans les deux cas, on utilise la structure de capital aux livres ou la valeur aux livres de la base de tarification.

 - Le régulateur ne contrôlera pas les décisions de la direction à l'égard de la structure de capital et ne pourra s'assurer qu'elle est raisonnable :
 - Gaz Métro indique dans sa preuve qu'elle accepte une structure de capital avec un niveau d'équité variant entre 38,5% et 46% dans la mesure où elle obtient un ATWACC de 7,75%;
 - Requête amendée en fonction de la preuve;
 - L'inquiétude de M. Gorman n'a donc aucun fondement et il l'admet (CI M. Gorman, Vol. 7, p. 207-208); il admet aussi qu'il n'a pas lu la preuve de Gaz Métro sur le taux de rendement – Gaz Métro-7, document 11 (CI M. Gorman, Vol. 7, p. 208);
 - Quant à la valeur au marché de la structure en capital, personne ne la contrôle quelle que soit la méthode employée!
 - Le régulateur ou le distributeur n'ont aucun contrôle sur la valeur en bourse de l'équité;
 - Même en imposant une structure en capital présumée.

D- L'application de la démarche ATWACC proposée par Gaz Métro

- i. La constitution de deux échantillons d'entreprises comparables et la détermination de leur ATWACC*

- Aux fins de détermination du critère du rendement comparable, deux échantillons témoins d'entreprises comparables ont été constitués, l'un avec 5 entreprises canadiennes, l'autres avec 12 entreprises américaines; un sous-échantillon de 8 entreprises américaines *pure-play* comparables a aussi été constitué :
 - Les rendements offerts par des entreprises américaines comparables sont pertinents dans un contexte où elles sont susceptibles d'intéresser un investisseur canadien qui profite de la globalisation des marchés afin de diversifier son risque (Preuve écrite du Dr Booth, ACIG-6, document 1, p. 5, l. 35-37);
 - Voir aussi la preuve orale faite par Monsieur Aaron Engen à ce sujet dans le volume 1 des notes sténographiques, pp. 182-183.

-
- Pour chaque entreprise des groupes témoins, le Dr Vilbert a calculé le coût de l'équité à l'aide de la méthode CAPM, traditionnellement employée par la Régie, et ECAPM et il a validé ses résultats avec la méthode DCF;
 - Dans le calcul du coût de l'équité, le Dr Vilbert a augmenté le taux de l'obligation long terme du gouvernement canadien de 100 pb en raison du phénomène appelé *flight to quality* (TC Dr Vilbert, Vol. 1, p. 244);
 - Dr Vilbert a donc fixé son taux d'intérêt sans risque à 4,3% alors que le Dr Booth utilise 4,5% (TCP Dr Vilbert, Vol. 8, pp. 61-62);
 - Dr Vilbert a fixé la prime de risque à 7,75% en raison des conditions économiques et financières qui prévalaient à l'époque de la préparation de la preuve :
 - Crise économique et financière sans précédent dans les 70 dernières années (TC Dr Vilbert, Vol. 1, p. 239, CI Dr Booth, Vol. 7, p. 181);
 - La crise a eu pour effet d'augmenter l'aversion au risque des investisseurs et donc le taux de rendement exigé par les investisseurs (TC Dr Vilbert, Vol. 1, p. 237);
 - Aussi, la grande volatilité dans le marché a augmenté l'incertitude et le rendement exigé par les investisseurs (TC Dr Vilbert, Vol. 1, pp. 238-239);
 - Et la diminution de la valeur des actions en bourse a eu pour effet d'augmenter le risque financier des entreprises (TC Dr Vilbert, Vol. 1, p. 241).
 - Il a ensuite calculé la moyenne du coût total du capital des entreprises constituant chacun des échantillons selon la méthode ATWACC;
 - Pour ce faire, Dr Vilbert a utilisé la structure de capital de chaque entreprise selon sa valeur sur le marché;
 - La valeur au marché de la structure de capital est celle qui permet de considérer le véritable risque financier de l'entreprise (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 197);
 - Dr Vilbert a également utilisé le taux d'imposition de Gaz Métro pour l'ensemble des entreprises incluses dans les groupes témoins afin d'éviter toute distorsion dans son calcul des ATWACC (CI Dr Vilbert, Vol. 2, p. 214);
 - Si le Dr Vilbert avait utilisé les taux d'imposition propres à chacune des entreprises appartenant aux groupes témoins, les ATWACC calculés auraient été supérieurs à ceux obtenus (TCP Dr Vilbert, Vol. 8, p. 73);
 - La procédure employée par le Dr Vilbert pour calculer le ATWACC des entreprises comparables est la même que celle employée devant l'ONÉ dans le dossier de TQM sauf en ce qui a trait aux ajustements apportés au taux sans risque et à la prime de risque du

marché qui s'expliquent par la situation prévalant sur les marchés financiers (TC Dr Vilbert, Vol. 1, p. 249);

- Dr Booth s'objecte aux ajustements proposés par Dr Vilbert en alléguant que les situations économiques et financières s'améliorent; il faut toutefois se méfier de ses prédictions dont la valeur probante est douteuse. À preuve, Dr Booth admet que ses prédictions faites lors de la cause tarifaire de l'an dernier se sont avérées erronées;
- Les crises du type de celle que nous avons traversée marquent les esprits. La preuve, tous ont parlé à un moment ou un autre de la Grande dépression. Ces crises provoquent des changements de paradigme chez les investisseurs et entraînent inévitablement un ajustement dans la valeur du crédit (« repricing ») qui se traduit par des demandes de rendement plus élevées.

ii. *Le risque d'affaires de Gaz Métro*

- La preuve du Dr Carpenter appuie la position de Gaz Métro voulant que son risque d'affaires ait augmenté dans le temps et soit plus élevé que celui des échantillons d'entreprises comparables;
- Reproches à l'endroit du Dr Carpenter d'avoir mis à jour sa preuve :
 - Au contraire, il améliore sa crédibilité en présentant une opinion semblable à celle fournie il y a 2 ans, fondée sur des données mises à jour;
 - Dr Booth fait lui aussi la même chose (CI Dr Booth, Vol. 7, pp. 162-163);
 - Aussi, l'Annexe B de la preuve écrite du Dr Carpenter vient répondre à ce que la Régie considérait comme des lacunes en 2007 (CI Dr Carpenter, Vol. 2, pp. 117-118).
- Dr Carpenter soumet cette preuve mise à jour pour que la Régie, dans sa décision d'abandonner la FAA, puisse conclure que le risque d'affaires de Gaz Métro s'est effectivement aggravé depuis 1999 – tel que la Régie l'a par ailleurs reconnu dans sa décision D-2007-116 (à la p. 30) – et qu'elle était et demeure plus risquée que les entreprises comparables (CI Dr Carpenter, Vol. 2, pp. 46, 58 et 60);
- Le risque, c'est l'incertitude liée à un événement et non pas l'espoir ou la probabilité qu'il se produise; par exemple, un investisseur peut investir dans une industrie très risquée tout en ayant un espoir raisonnable de faire un profit (TC Dr Carpenter, Vol. 1, pp. 217-218 et 225-226);
- Deux types de risque :
 - Variabilité : lié à variabilité annuelle des bénéfices – *return on capital* (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 219)

-
- Fondamental : incertitudes structurelles qui affectent la récupération par les investisseurs de leur capital sur un horizon long terme – *return of capital* (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 218).
 - Le risque fondamental est plus difficile à contrôler et un poids plus important doit donc lui être accordé lorsque le risque d'affaire d'une entreprise est évalué (Décision TQM, p. 46 de la version anglaise);
 - L'exemple parfait du risque fondamental est celui associé à l'utilisation des actifs de distribution de gaz; ce risque ne peut être diversifié car il est fonction de l'économie sur qui personne ne peut prétendre exercer un contrôle (TC Dr Carpenter, Vol. 1, pp. 219-220);
 - a) L'évolution du risque d'affaires de Gaz Métro depuis 1999
 - Risque fondamental :
 - Volatilité accrue du prix de la molécule (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 222-223);
 - Volatilité du prix de la molécule entraîne une volatilité dans les tarifs (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 225);
 - Diminution continue des volumes consommés tant en quantité absolue que par client;
 - Cette diminution signifie une utilisation moins élevée des actifs qui constitue un indicatif très important de l'augmentation du risque à long terme (CI Dr Carpenter, Vol. 2, p. 74);
 - Par ailleurs, une utilisation moins élevée des actifs signifie des tarifs plus élevés afin de récupérer le revenu requis (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 226);
 - Illustration de ce phénomène (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 226-227):
 - Décroissance importante de la clientèle industrielle depuis 1999 (37% en termes de clients et 35% en termes de volumes);
 - Mais la base de tarification n'a pas diminué.
 - Conséquence : comme investisseur, le risque fondamental de pouvoir récupérer son investissement augmente;
 - Aussi, la compétition à laquelle Gaz Métro fait face avec l'électricité est unique en Amérique du nord, ce qui contribue à augmenter le risque fondamental de Gaz Métro (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 228);

-
- Bref, les risques fondamentaux présents en 2007 le sont toujours.
 - Risque de variabilité :
 - Pour les volumes PMD de la cohorte existante en 1999, Gaz Métro est compensée pour 90% de la perte de volumes (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 229-230);
 - Ces volumes de PMD représentent environ 40% des volumes totaux distribués par Gaz Métro;
 - Pour les autres volumes, Gaz Métro est en partie protégée avec des OMA mais celles-ci sont valides pour des durées déterminées; à l'expiration des contrats, les volumes perdus ne sont pas compensés (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 230).
 - b) Le risque d'affaires de Gaz Métro en comparaison des entreprises faisant partie des groupes témoins du Dr Vilbert
 - Risque de variabilité : semblable ou plus élevé aux États-Unis (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 233);
 - Risque fondamental : plus élevé au Québec qu'ailleurs notamment aux États-Unis (TC Dr Carpenter, Vol. 1, pp. 232-233) :
 - Plus bas taux de pénétration du gaz naturel, particulièrement dans les maisons (50% dans le nord-est des États-Unis, 80% dans le Midwest américain par rapport à 10% au Québec);
 - Compétition avec l'électricité plus vive;
 - Plus haute proportion de clientèle et de volumes industriels sensibles aux cycles économiques.
 - Le Québec présente des caractéristiques uniques en termes de marché du gaz naturel (CI M. Newton, Vol. 7, p. 128, CI Dr Booth, Vol. 7, p. 131 à l'égard des volumes liés à la clientèle industrielle);
 - Dr Booth reconnaît aussi que Gaz Métro est plus risquée que les autres gazières canadiennes, notamment Union, Enbridge, Terasen et ATCO (TC Dr Booth, Vol. 6 – soirée, pp. 90-91);
 - Comparaison des ATWACC, des taux de rendement et du niveau d'équité des compagnies de distribution gazière américaines par rapport à Gaz Métro (TC Dr Carpenter, Vol. 1, p. 234 et diapositives 20 et 21 de la présentation Gaz Métro-7, document 24/B-61) :
 - ATWACC, taux de rendement et niveau d'équité américains plus élevés;

-
- Même si ces taux sont des taux autorisés par opposition à des taux réalisés, ils demeurent un indicatif valable en raison du système réglementaire américain avec le *lag* réglementaire (CI Dr Carpenter, Vol. 2, pp. 54-55);
 - Par ailleurs, les *Value Lines*, B-91, indiquent que les entreprises réglementées ou à tout le moins les sociétés de portefeuille qui les détiennent, réalisent les taux de rendement autorisés (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, p. 54-58);
 - Si tel n'est pas le cas, elles peuvent s'adresser à leur régulateur comme le fait Atmos (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, p. 56).
- c) Les critiques des intervenants à l'égard du risque d'affaires de Gaz Métro
- M. Gorman critique tout d'abord l'analyse du Dr Carpenter à l'égard des protections existantes afin de générer les profits autorisés; il réfère notamment aux protections qu'offre le mécanisme incitatif :
 - Il ne l'a pas lu (CI M. Gorman, Vol. 7, pp. 144, 147-149)!
 - Ni n'a-t-il lu les preuves déposées antérieurement, les requêtes ou les décisions (CI M. Gorman, Vol. 7, pp. 154-156);
 - Son opinion nous semble bien peu probante dans ce contexte
 - Selon M. Gorman, les conclusions de S&P appuient sa position quant au risque faible que représente Gaz Métro. Quelques remarques s'imposent :
 - M. Gorman n'a pas fait d'analyse du risque d'affaires de Gaz Métro comme celle effectuée par le Dr Carpenter (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, p. 37);
 - Il s'est contenté de prendre connaissance de rapports émis par des agences de notation de crédit et de rapports d'analystes (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, p. 37);
 - Les rapports d'agences de notation de crédit ont essuyé plusieurs critiques quant à leur fiabilité et indépendance (CI M. Gorman, Vol. 7, p. 200);
 - La confiance dans ces rapports n'est plus au rendez-vous (Preuve écrite du Dr Booth, ACIG-6, document 1, p. 44);
 - Le rapport de S&P ne compare pas Gaz Métro à d'autres entreprises semblables. Il s'agit plutôt d'une affirmation dans le grand spectre regroupant tous les types d'entreprises, ce qui est d'ailleurs confirmé par son beta inférieur à 1 (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 44-45);
 - La meilleure preuve de cela, c'est le Dr Booth qui la donne en admettant que Gaz Métro est plus risquée que Union, Enbridge, Terasen ou ATCO (TC Dr Booth, Vol. 6 – soirée, pp. 90-91);
 - Le qualificatif utilisé par S&P est à l'égard des activités de distribution de gaz naturel **ET** de la transmission et distribution d'énergie par rapport au marché en général; or, nous sommes ici pour comparer le risque des activités de la DaQ de Gaz Métro à celui d'autres entreprises similaires;
 - Par ailleurs, M. Gorman cite les passages de ces rapports qui lui plaisent :
 - Au sujet du rapport de DBRS (Gaz Métro-7, document 9), voir TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 38-39;

-
- Au sujet du rapport de S&P's, (Gaz Métro-7, document 10) voir TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 39-41;
 - Au sujet du rapport de Scotia (Gaz Métro-7, document 11, annexe 1), voir TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 41-44.
- Dr Booth, la comparaison entre les risques des systèmes financiers américain et canadien et le pas franchi à l'égard des systèmes réglementaires américain et canadien;
 - Selon le Dr Booth, le système financier américain est moins réglementé que le système financier canadien;
 - Pour cette raison, il infère que le système réglementaire américain est moins réglementé que le système réglementaire canadien!
 - Pourtant, il n'est pas un expert en réglementation américaine;
 - Il ne suit ni les audiences, ni les décisions américaines (Réponse du Dr Booth à la DDR 23.1, ACIG-6, document 6, p. 20);
 - Son affirmation est sans fondement.
 - Quant à Jean-Benoît Trahan, son analyse n'en est pas une du risque d'affaires de Gaz Métro à proprement parler;
 - Il témoigne comme analyste de l'ACIG, pas comme expert habilité à comparer le risque d'affaires de Gaz Métro par rapport à celui des entreprises appartenant aux groupes témoins du Dr Vilbert;
 - Il fait plutôt une série d'observations au sujet de Gaz Métro qui, selon lui, compensent les risques fondamentaux auxquels Gaz Métro fait face;
 - Monsieur Trahan confond souvent incertitudes (« *uncertainties* ») et espoir (« *expectation* ») (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 51-52);
 - La perte de clients industriels qui constituerait une opportunité d'affaires pour Gaz Métro;
 - Le gaz de schiste.
 - La génération de revenus versus la diminution des volumes;
 - Dans un contexte de diminution des volumes consommés, la capacité de générer des revenus est fonction de la possibilité d'augmenter les tarifs (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, p. 52);
 - Dans le cadre d'une analyse de risque, il s'agit là d'un risque fondamental car les tarifs ne peuvent augmenter de façon infinie;
 - Les clients industriels ont des contrats à durée déterminée; une fois ces durées échues, il n'existe aucune garantie de consommation (TCP Dr Carpenter, Vol. 8, pp. 52-53).

iii. *L'application de la démarche ATWACC à Gaz Métro*

- De deux choses l'une (TC Dr Kolbe, Vol. 1, pp. 254-255):
 - La Régie accorde à Gaz Métro un ATWACC de 7,75% en lui laissant le choix de sa structure de capital duquel découlera un taux de rendement; ou
 - Pour un ATWACC de 7,75%, la Régie fixe une structure de capital pour Gaz Métro et le taux de rendement correspondant.
- La chose essentielle à retenir : quelle que soit l'avenue choisie par la Régie, l'ATWACC et les résultats qui en sont dérivés sont appliqués à la valeur aux livres de la base de tarification, pas à sa valeur au marché (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 255 et 260; TCP P. Despars, Vol. 8, pp. 118-122);
- Cette façon de faire est similaire à celle qui serait employée si, par exemple, la Régie fixait un taux de rendement à l'aide d'une méthode traditionnelle telle que le CAPM (TC Dr Kolbe, Vol. 1, pp. 255-256) :
 - Déterminé à partir de données dérivées des marchés financiers (taux sans risque, prime de risque de marché, beta);
 - Ensuite appliqué à la valeur aux livres de l'équité de la base de tarification;
- Dans les deux approches, les bénéfices autorisés sont calculés à l'aide d'un taux de rendement dérivé de données provenant des marchés financiers et de la valeur aux livres de la base de tarification (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 256);

a) Frais d'émission

- Les frais d'émission ont été calculés à partir des données de Gaz Métro et non pas des compagnies appartenant aux groupes témoins (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 268);
- Les déductions fiscales ont été prises en compte dans le calcul des frais d'émission (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 266);
- Gaz Métro a distribué la totalité des ses bénéfices depuis la création de la Société en commandite, il n'y a donc pas eu de bénéfices non distribués depuis cette date;
- Le montant d'avoir investi au moment de la mise en place de la société en commandite ne tient pas compte des frais encourus pour la mise en place de la société en commandite ni des coûts pour lever ces fonds;
- Les frais d'émission, tels que calculés par Dr Kolbe à partir des émissions d'avoir propre réalisées depuis la création de la Société en commandite s'élèvent donc à 4,5% pour les 8

émissions d'équité (Kolbe, Vol. 1, p. 268) et sont comparables à ceux accordés par d'autres régulateurs;

- Après calculs, ces frais d'émission se traduisent par une augmentation de 16 pb dans l'ATWACC recommandé par Dr Kolbe (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 269);
- Contradiction intéressante entre les experts de l'ACIG :
 - Dr Booth recommande d'ajouter 0,5% au taux de rendement à titre de montant forfaitaire pour tenir compte des frais d'émission (Preuve écrite du Dr Booth, ACIG-6, document 1, pp. 69-71);
 - M. Gorman pour sa part est d'opinion que ces frais peuvent et doivent être calculés afin d'être inclus (preuve écrite de M. Gorman, ACIG-7, document 1, p. 36).
- Ceci étant dit, dans la mesure où le Dr Kolbe a calculé les frais réel d'émission et le Dr Booth recommande d'ajouter 0,5%, le débat quant à savoir si les frais d'émission doivent être considérés dans la fixation du taux de rendement nous apparaît réglé.

b) Coût réel de la dette

- L'ATWACC utilise le coût de la dette au marché afin d'établir une juste comparaison entre les entreprises constituant les groupes témoins;
- Cependant, une fois les comparaisons faites et l'ATWACC applicable à Gaz Métro déterminé, un ajustement doit être fait afin de refléter le coût réel de la dette;
- Ne pas faire un tel ajustement ferait un gagnant et un perdant (CI Dr Booth, Vol. 7, p. 223):
 - Dette de 1 G\$;
 - Coût réel : 6%;
 - Coût au marché : 7% (5%)
 - Différence : +1% (-1%);
 - Résultat : Gaz Métro engrange 10 M\$ de profits additionnels (les consommateurs bénéficient d'un allègement de 10 M\$)
- Or, cela serait contraire aux pratiques réglementaires existantes qui neutralisent l'effet du coût de la dette tant pour le distributeur que les consommateurs (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 270);
- C'est pourquoi le passage vers la méthode ATWACC nécessite l'adoption d'une clause « grand-père » afin de poursuivre le traitement de la dette antérieure selon la méthode

traditionnelle, c'est-à-dire en incluant le coût réel de la dette dans le revenu requis (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 271);

- Dans le cas présent, l'ajustement requis est de 10 pb en date du dépôt du dossier et il est fait sur le ratio de dette aux livres, pas sur le ratio de la dette au marché, contrairement à ce que semble croire M. Gorman (TCP Dr Kolbe, Vol. 8, p. 82);
- Aussi, pour Gaz Métro, le même principe doit s'appliquer pour la dette future sinon, il y aura encore des gagnants et des perdants (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 2; TC P. Despars, Vol. 1, p. 292);
- Par ailleurs, l'utilisation du coût de la dette au marché constituerait un risque asymétrique difficile, voire impossible, à diversifier, augmentant d'autant le risque d'affaires de Gaz Métro (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 281);
- Enfin, l'utilisation du coût de la dette au marché, une fois la dette actuelle échue, pourrait entraîner une plus grande volatilité du revenu requis (TC Dr Kolbe, Vol. 1, p. 281-282) :
 - Stabilité du coût réel de la dette;
 - Tarifs plus stables avec l'utilisation du coût réel de la dette.
- Dr Booth prétend que cela est contraire à l'ATWACC autorisé par l'ONÉ dans le dossier TQM (Preuve écrite du Dr Booth, ACIG-6, document 1, p. 24, l. 22-23):

« The important point is that the NEB decided that the fair treatment of for embedded debt costs is to consider them within the market based ATWACC. ».

- Ce faisant, il déforme les propos de l'ONÉ qui a plutôt indiqué à la page 81 de la version anglaise de la décision dans TQM (onglet 2) que :
 - *« [...] the Board finds that a fair treatment of embedded debt costs is to consider such costs accounted for in the market based ATWACC number. »*
(nos soulignés)
- L'ONÉ n'a donc pas fermé la porte à la possibilité d'inclure le coût réel de la dette, ce qui est plus compatible avec la façon usuelle de traiter la dette;
- Il ne l'a toutefois pas fait dans le dossier de TQM car la dette de TQM expirait dans moins de deux ans (TCP Dr Kolbe, Vol. 8, p. 83).

c) L'ATWACC de Gaz Métro

- Selon l'opinion du Dr Carpenter, Gaz Métro a un risque d'affaires plus élevé que celui des compagnies américaines appartenant au groupe témoin;

-
- Dr Kolbe augmente donc l'ATWACC du groupe témoin de 0,25%, soit le plus bas incrément possible selon lui;
 - Cela résulte en un ATWACC de 7,75% ou, si on utilise une structure de capital avec 38,5% d'avoir propre, 7,5% d'actions privilégiées présumées et 54% de dette, on obtient un taux de rendement de 12,39%;
 - Dr Booth se scandalise de cette augmentation de près de 4% - 3,63% en fait par rapport à ce que donnerait la FAA – et la met en perspective avec l'augmentation du taux de rendement de TQM qu'il présente comme représentant 1% (Voir la preuve écrite du Dr Booth, ACIG-6, document 1, p. 19, l. 14-24) :
 - Pour le Dr Booth, le taux de rendement de TQM selon l'ATWACC accordé par l'ONÉ s'élève à 9,75%, soit une augmentation de 1% par rapport au taux de rendement précédent qui s'élevait à 8,75% approximativement;
 - Ce que le Dr Booth omet de mentionner, c'est que le taux de rendement de 8,75% s'appliquait à une structure financière de 30% équité/70% dette alors que le 9,75% s'applique à une structure avec 40% d'équité;
 - Si l'ATWACC accordé par l'ONÉ avait été appliqué à 30% d'équité, le taux de rendement de TQM aurait été beaucoup plus élevé (11,86%), soit du même ordre que ce que souhaite obtenir Gaz Métro dans le présent dossier.

E- Conclusion

- La formule est brisée, cela ne fait aucun doute;
- L'ATWACC est une méthode améliorée par rapport à la méthode traditionnelle afin de calculer le coût total du capital et le taux de rendement sur l'avoir propre :
 - Il est mesure plus fondamentale que le CAPM;
 - Il neutralise l'effet du risque financier lors du calcul du coût total du capital des entreprises des groupes témoins du Dr Vilbert;
 - Il permet ainsi une meilleure comparaison avec Gaz Métro;
 - La méthode que défend le Dr Booth ne permet pas de neutraliser cet effet;
 - Elle est une méthode en deux étapes, indépendantes l'une de l'autre;
 - La méthode ATWACC donne donc des résultats plus probants.
- La Régie doit ajuster l'ATWACC de Gaz Métro en fonction de son risque d'affaires, de son coût réel de la dette et de ses frais d'émission;
- Gaz Métro demande donc à la Régie de fixer son ATWACC à 7,75% et de lui laisser le choix quant à sa structure de capital;

-
- Alternativement, si la Régie souhaite fixer la structure de capital, Gaz Métro souhaite que celle-ci respecte les paramètres suivants :
 - Un niveau de dette de 54 %;
 - Un niveau d'avoir propre variant entre 38,5 % et 46 %;
 - Un niveau d'actions privilégiées présumées variant entre 7,5 % et 0 % selon le niveau d'avoir propre choisi, pour un total combiné avoir propre/actions privilégiées de 46 %;
 - Un taux de rendement sur l'avoir propre permettant d'obtenir un ATWACC de 7,75 %.
 - En terminant, Gaz Métro s'engage à s'asseoir avec l'ensemble des participants pour tenter de trouver une façon d'éviter le débat que nous avons depuis 3 ans.

LE TOUT RESPECTUEUSEMENT SOUMIS.

Montréal, le 21 septembre 2009

M^e Vincent Regnault
M^e Hugo Sigouin-Plasse
Procureurs de la demanderesse
1717, rue du Havre
Montréal (Québec) H2K 2X3
téléphone : (514)-598-3564
télécopieur: (514)-598-3839
adresse courriel pour ce dossier:
dossiers.reglementaires@gazmetro.com