

RÉPONSE DE GAZ MÉTRO À UNE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS

Origine : Demande de renseignements n° 1 en date du 7 juin 2007

Demandeur : Association des consommateurs industriels de gaz

Référence : With respect to Dr. Chrétien's fair ROE recommendation for 2008 on page 62

Questions :

- 25.1**
- a) Please confirm that he believes that the allowed ROE's resulting from the adjustment formulae in use by the BCUC, Alberta EUB, Manitoba PUB, the OEB, the NEB and currently the Régie provide unfair allowed ROEs.
 - b) Please confirm that if allowed ROEs are unfair, dissatisfied investors will sell the securities and allocate their capital elsewhere, thereby depressing the prices of regulated assets and causing the capital attraction standard to fail.
 - c) Please provide data and supporting references to any Canadian utility holding companies where
 - i) share issues have netted below book value since 1994,
 - ii) bond issues have occurred at non-investment grade bond ratings,
 - iii) sales of regulated utility assets have occurred below book value,
 - iv) anything that indicates that Canadian utilities on ROE adjustment mechanisms cannot attract capital on fair and reasonable terms.
-

Réponses :

25.1.a) Je n'ai pas entrepris d'études exhaustives de toutes les décisions des organismes réglementaires canadiens. Une telle tâche se situe en dehors des limites de mon témoignage. La Régie, comme les autres organismes réglementaires, a le rôle de s'assurer que les taux de rendement alloués soient justes et raisonnables. Pour y parvenir, il est à mon avis primordial que la Régie soit mise au courant des développements récents du milieu de la finance en matière d'évaluation du taux de rendement. De plus, pour que l'utilisation d'une formule d'établissement fonctionne d'une manière juste et raisonnable, il est essentiel que la Régie ait la flexibilité nécessaire pour y apporter des améliorations.

La formule d'établissement du taux de rendement utilisée pour Gaz Métro date de 1999. Cette formule est basée sur le CAPM, une théorie datant des années 60. Depuis ce temps, le monde de la finance a évolué. Sur le plan académique, le CAPM fait de plus

en plus place aux modèles à facteurs multiples, qui sont plus réalistes et qui performant mieux. Le modèle de Fama-French, sur lequel je base la formule que je propose, est un modèle à facteurs multiples créé en réponse aux carences du CAPM. Dans mon rapport, je prends soin de mettre en évidence les carences du CAPM dans l'évaluation du taux de rendement du secteur de la distribution de gaz. Je prends également soin d'établir l'impact élevé du modèle de Fama-French sur le milieu de la finance et sa pertinence quant à l'évaluation du taux de rendement. Considérant ces éléments, il est à mon avis important que la Régie soit exposée à ce modèle et puisse considérer l'évidence qui en découle dans l'allocation d'un taux de rendement juste et raisonnable pour Gaz Métro.

25.1.b) Si les investisseurs croient que les taux de rendement alloués sont injustes *et qu'ils vont le demeurer ainsi*, alors ils vont vendre pour allouer leur capital ailleurs. Évidemment, comme la Régie a le rôle de s'assurer que les taux de rendement alloués soient justes et raisonnables, il est possible que les investisseurs jugeant que les taux de rendement actuels sont injustes anticipent que la Régie va rapidement corriger la situation. Dans ce cas, ils ne vendront pas nécessairement pour allouer leur capital ailleurs.

25.1.c) i) ii) iii) Cette demande de renseignements porte sur le contenu de documents non produits en preuve.

iv) Les nouveaux pipelines construits récemment l'ont été sur la base de taux convenus supérieurs à ceux résultant de la formule de l'Office national de l'énergie. Voir à cet effet la preuve de Dr. Carpenter, page 12, lignes 1 à 9.

De plus, il faut garder à l'esprit qu'une émission dans le marché trouvera toujours preneur en autant que son prix soit fixé en fonction des attentes des investisseurs (distribution des bénéfices et croissance du titre). Cela ne signifie pas pour autant que le rendement réalisé sur les actifs par l'entreprise qui émet soit toujours juste et raisonnable. Par exemple, Nortel pourrait sans doute émettre aussi facilement des actions aujourd'hui qu'elle ne pouvait le faire quand son titre avoisinait les 124 \$, pourvu qu'elle le fasse à un prix considérablement plus bas. Cela ne signifie pas pour autant que le rendement de Nortel pour les actionnaires qui ont acheté le titre à 124 \$ soit « juste et raisonnable ». En ce qui concerne Gaz Métro, je constate que son titre a oscillé autour de 17 \$ en 2007 alors qu'il oscillait entre 20 et 23 \$ en 2004 et 2005. Il est donc certainement maintenant plus difficile pour Gaz Métro de lever du capital aux mêmes conditions, dont le prix, qu'elle pouvait le faire en 2004 ou 2005.