

RÉPONSE DE GAZ MÉTRO À UNE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS

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

Demandeur : Régie de l'énergie

Référence : Gaz Métro – 7, Document 8, pages 57, tableau 9

Préambule :

Formule d'établissement améliorée.

Question :

29.1 Veuillez fournir, pour chaque paramètre de la formule d'établissement améliorée, les régulateurs canadiens et américains qui utilisent les paramètres proposées pour l'établissement du taux de rendement de l'avoir propre. Veuillez expliquer.

Réponse :

29.1 Aucun régulateur n'a retenu explicitement le modèle Fama-French comme modèle de base à ma connaissance. Cela peut s'expliquer par le fait qu'il n'ait été présenté, toujours à ma connaissance, qu'une seule fois en Amérique du Nord, au Delaware. D'ailleurs, le régulateur du Delaware ne l'a pas rejeté mais en a tenu compte parmi d'autres modèles afin d'évaluer le taux de rendement juste et raisonnable. Cependant, plusieurs approches indirectes afin de palier à l'incapacité du CAPM à expliquer les rendements des entreprises ayant un faible bêta sont généralement retenues par les organismes réglementaires même si le vocabulaire du CAPM statique est utilisé. Il m'est donc impossible de fournir les valeurs retenues pour tous les paramètres étant donné que les décisions sont généralement rendues en termes du CAPM ou simplement en un taux unique sans formule.

Les organismes de réglementation, afin de fixer le coût de l'avoir des actionnaires ordinaires, utilisent souvent le CAPM statique comme modèle de base dont les composantes sont incluses dans le modèle Fama-French. Par contre, l'estimation des paramètres fait l'objet de nombreux ajustements implicites ou explicites (tel les ajustements du CAPM ajusté présenté à la section 3.4.3 de mon rapport afin de tenir compte des limites empiriques du modèle). Ainsi, dans la Décision 2004-052, *Generic Cost of Capital*, l'Alberta Energy and Utilities Board (EUB) a déterminé un taux sans risque de 5,68 %, une prime de risque de marché de 5,50 % et un bêta de 0,55. Un ajout pour les frais d'émission (flotation costs) de 0,50 % est appliqué. La décision finale incluait 0,40 % venant s'ajouter à l'estimation du CAPM et aux frais d'émission afin de tenir compte de certains autres facteurs, ce qui résulta en un coût de l'avoir des

actionnaires pour 2004 de 9,20 % pour toutes les entreprises faisant partie de cette cause générique (AltaGas Utilities Inc., AltaLink Management Ltd., ATCO Electric Ltd. (Distribution), ATCO Electric Ltd. (Transmission), ATCO Gas, ATCO Pipelines, ENMAX Power Corporation (Distribution), EPCOR Distribution Inc., EPCOR Transmission Inc., FortisAlberta (formely Aquila networks), Nova Gas Transmission Ltd.). L'EUB concluait qu'aucun ajustement spécifique pour chaque entreprise n'était requis (la différenciation étant faite au niveau de la structure de capital accordée). Le mécanisme annuel d'ajustement retenu fut d'ajuster le taux de rendement de 0,75 de la variation dans les taux long terme.

Dans sa décision de mars 2006 intitulée *In the matter of Terasen Gas Inc. and Terasen Gas (Vancouver Island) Inc. (TGVI) Application to Determine the Appropriate Return on Equity and Capital Structure and to Review and Revise the Automatic Adjustment Mechanism*, la British Columbia Utilities Commission (BCUC) estimait la prime de risque de marché à 5,8 % et estimait raisonnable un bêta de 0,5 pour un « benchmark low risk utility ». Le mécanisme annuel d'ajustement retenu fut d'ajuster le taux de rendement de 0,75 de la variation dans les taux long terme. Cependant, la BCUC a mis un certain poids, non spécifié, sur d'autres méthodes d'évaluation pour arriver à un taux de 9,145 % pour le « benchmark low risk utility » lorsque le taux long terme est de 5,25 %. Ces chiffres impliquent qu'une prime de 0,995 % au dessus de l'évaluation du CAPM a été retenue pour tenir compte, entre autres choses, des frais d'émissions et des autres méthodes d'évaluation. Finalement, un autre 0,70 % a été ajouté à ce total pour TGVI, résultant en un taux de 9,845 % lorsque le taux long terme est de 5,25 % afin de tenir compte de son risque plus élevé que le « benchmark low risk utility ».

Un autre exemple d'ajustement du CAPM notable se trouve au Royaume-Uni. Le régulateur (Ofgem), reconnaissant les défaillances du CAPM, a plutôt opté pour la fixation du bêta à 1 pour toutes les entreprises (une telle approche ayant pour résultat un coût de l'avoir des actionnaires plus élevé que celui résultant de l'application du modèle Fama-French).