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 56 et page 57, tableau 9

Préambule :

Formule d'établissement améliorée.

Questions :

30.1 Veuillez élaborer et justifier la quantification négative de 50 points de base pour tenir compte du positionnement de Gaz Métro.

30.2 Veuillez élaborer et justifier le rajustement de 30 points de base pour les frais d'émissions de capitaux propres à partir d'études empiriques sur le sujet. Veuillez également expliquer et justifier la rubrique « autres facteurs ».

Réponses :

30.1 Mes conclusions sont que, pour un « distributeur de gaz repère », le taux de rendement devrait être de 10,69 % (pour 90 % des firmes il devrait se trouver entre 9,93 % et 11,46 %). Par ailleurs, l'opinion de M. Carpenter sur les risques d'affaires, financiers et réglementaires de Gaz Métro m'amène à conclure que le risque que supporte un investisseur de Gaz Métro est supérieur à celui du « distributeur de gaz repère » et que le taux de rendement de Gaz Métro devrait donc être supérieur à 10,69 %, tel que mesuré par mes portefeuilles de référence. Comme les rendements des entreprises composant les portefeuilles comprennent tout ce qui peut y contribuer, Gaz Métro a souhaité déduire du taux de rendement demandé ce qui lui apparaissait comme l'espérance de bonification résultant de l'application du mécanisme incitatif. Pour quantifier cette espérance, Gaz Métro a considéré la bonification moyenne de rendement de 1,04 % réalisée de 2001 à 2006. Dans la mesure où le taux de rendement demandé sans mécanisme incitatif devrait être supérieur à 10,69 % (environ 0,5 % au-dessus semble raisonnable), un taux de rendement demandé de 10,19 % (0,5 % en dessous de la moyenne) tient suffisamment compte de l'impact potentiel du mécanisme incitatif.

Notons par ailleurs que ma compréhension du mécanisme incitatif est qu'il récompense potentiellement Gaz Métro pour une performance supérieure, et que pour une performance supérieure, les entreprises du portefeuille de référence auront aussi des rendements supérieurs à celui du « distributeur de gaz repère ». Réduire le taux de

rendement de base de Gaz Métro pour refléter cette bonification n'est donc pas en principe justifié. En fait, si le taux de rendement accordé à Gaz Métro était systématiquement réduit de la bonification de rendement réalisée dans le cadre du mécanisme incitatif, cela annulerait tout effet incitatif du mécanisme incitatif. En effet, Gaz Métro se retrouverait alors avec le même taux de rendement, quelle que soit sa performance. Malgré cela, Gaz Métro a tenu à réduire sa demande et je suis évidemment à l'aise de la défendre puisqu'elle est ainsi inférieure à ce que mes analyses démontrent et représente donc une proposition conservatrice.

30.2 Différents coûts sont encourus par une entreprise lorsqu'elle émet des titres sur le marché, soit des coûts directs et d'autres coûts indirects. Dans les coûts directs, il y a la commission des courtiers émetteurs qui peut varier entre environ 4 % et 5,50 % dépendant de divers facteurs (taille de l'émission, entreprise émettrice, conditions de marché au moment de l'émission, etc.). Les titres sont également, dans la majorité des cas, émis avec un escompte, c'est-à-dire que le prix d'émission est plus bas que le prix courant sur le marché. Tel que constaté dans le tableau ci-joint fourni par BMO Nesbitt Burns, la commission moyenne est de 4,86 % pour les émissions de fiducies de revenu du secteur « power and pipelines » qui ont été complétées depuis le 1er juin 2005 et l'escompte moyen est de 1,17 %, pour un coût total de 6,03 %. Pour les émissions de fiducies de revenus de d'autres secteurs d'activité, la commission et l'escompte moyens sont respectivement de 5,03 % et de 2,55 %, pour un total de 7,58 %.

En supposant qu'un investisseur achète pour 100 $ de titres de Gaz Métro, il ne restera que 93,97 $ d'avoir propre après déduction des frais d'émission de 6,03 %. En supposant que l'investisseur ait droit à un rendement de 9,89 % sur son investissement de 100 $, donc à une distribution de 9,89 $, il faut donc lui accorder un rendement de 10,52 % (9,89 $ / 93,97 $), soit 63 points de base de plus pour tenir compte des « frais d'émission et autres facteurs ». Comme les rendements réalisés des entreprises des portefeuilles de référence sont des rendements nets (après frais d'émission et autres), Gaz Métro demande un rajustement de 30 points de base pour les inclure, ce qui nous apparaît un minimum considérant les frais d'émission encourus par d'autres entreprises sur le marché et correspond à ce qui a antérieurement été approuvé par la Régie. Mentionnons ici que, dans sa décision 2004-052, *Generic Cost of Capital*, l'Alberta Energy and Utilities Board (AEUB) a approuvé un ajout pour les frais d'émission (flotation costs) de 0,50 %.

Les autres facteurs incluent les divers frais reliés aux émissions, dont notamment les frais d'avocat.

Income Trust Bought Deal, Follow-On's ($50MM - $200MM)

June 1, 2005 to Present

ISSUER	PRICING DATE	SIZE C$MM	U/W COMMISSION	DISCOUNT	PUB / PRIV	DESCRIPTION
Power & Pipeline Funds						
EPCOR Power L.P.	05/23/2007	$105.0	4.50%	1.54%	Pub-B	Limited Partnership Units
Atlantic Power Corporation	09/20/2006	$90.0	5.00%	1.74%	Pub-B	Income Participating Securities (IPSs)
EPCOR Power L.P.	04/07/2006	$56.9	4.50%	0.45%	Pub-B	Limited Partnership Units via Subscription Receipt
Northland Power Income Fund	03/07/2006	$175.1	5.00%	2.51%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Inter Pipeline Fund	01/11/2006	$150.0	5.00%	0.60%	Pub-B	Class A Limited Partnership Units
Innergex Power Income Fund	09/16/2005	$55.9	5.00%	0.07%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Macquarie Power Income Fund	09/12/2005	$64.7	5.00%	1.29%	Pub-B	Trusts Units via Subscription Receipts
		Average:	**4.86%**	**1.17%**		
Other Trusts						
Baytex Energy Trust	05/29/2007	$149.5	5.00%	1.61%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
True Energy Inc.	05/09/2007	$57.5	5.00%	3.17%	Pub-B	Trust Units
BFI Canada Income Fund	03/19/2007	$93.0	5.00%	1.26%	Pub-B	Trust Units
Advantage Energy Income Fund	01/23/2007	$110.1	5.00%	2.94%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	01/16/2007	$70.1	5.00%	2.67%	Pub-B	Trust Units
SFK Pulp Fund	01/15/2007	$86.5	5.00%	4.47%	Pub-B	Trust Units
Harvest Energy Trust	01/11/2007	$143.8	5.00%	3.07%	Pub-B	Trust Units
Newalta Income Fund	01/09/2007	$78.3	5.00%	1.80%	Pub-B	Trust Units
PrimeWest Energy Trust	12/19/2006	$149.9	5.00%	2.63%	Pub-B	Trust Units
SFK Pulp Fund	08/17/2006	$51.9	5.00%	7.96%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Data Group Income Fund	08/10/2006	$53.7	5.00%	4.81%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Duke Energy Income Fund	08/01/2006	$108.8	4.50%	1.78%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Advantage Energy Income Fund	07/10/2006	$149.2	5.00%	3.44%	Pub-B	Trust Units
Crescent Point Energy Trust	06/28/2006	$100.3	5.00%	2.91%	Pub-B	Trust Units
Cineplex Galaxy Income Fund	06/01/2006	$83.5	5.00%	0.06%	Pub-B	Trust Units
Davis + Henderson Income Fund	05/18/2006	$116.0	5.00%	2.42%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Student Transportation of America Ltd.	05/17/2006	$60.0	5.00%	-1.30%	Pub-B	Income Participating Securities (IPSs)
Newport Partners Income Fund	05/16/2006	$75.0	5.00%	1.71%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	05/09/2006	$50.0	5.00%	2.90%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Crescent Point Energy Trust	03/02/2006	$75.0	5.00%	1.27%	Pub-B	Trust Units
Newalta Income Fund	02/15/2006	$196.0	5.00%	1.58%	Pub-B	Trust Units
Eveready Income Fund	01/30/2006	$56.0	5.50%	7.65%	Pub-B	Trust Units
Trilogy Energy Trust	12/14/2005	$148.5	5.00%	2.60%	Pub-B	Trust Units
Mullen Group Income Fund	12/13/2005	$102.0	5.00%	2.38%	Pub-B	Trust Units
Sequoia Oil & Gas Trust	12/08/2005	$50.0	5.00%	2.60%	Pub-B	Trust Units
Trinidad Energy Services Income Trust	11/30/2005	$200.0	5.00%	6.10%	Pub-B	Trust Units
Superior Plus Income Fund	09/29/2005	$160.0	5.00%	2.94%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Avenir Diversified Income Trust	09/14/2005	$196.2	6.00%	1.40%	Pub-B	Trust Units
Shiningbank Energy Income fund	09/08/2005	$100.2	5.00%	1.89%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	09/01/2005	$50.1	5.00%	2.26%	Pub-B	Trust Units
Peyto Energy Trust	08/18/2005	$152.8	5.00%	1.04%	Pub-B	Trust Units
Great Lakes Carbon Income Fund	08/15/2005	$178.1	5.00%	2.40%	Pub-B	Trust Units
Chemtrade Logistics Income Fund	08/02/2005	$155.0	5.00%	2.69%	Pub-B	Trust Units
Harvest Energy Trust	07/07/2005	$175.0	5.00%	2.11%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Cineplex Galaxy Income Fund	06/29/2005	$110.0	5.00%	-0.63%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
UE Waterheater Income Fund	06/29/2005	$105.0	5.00%	1.88%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Medical Facilities Corporation	06/02/2005	$71.8	5.00%	1.93%	Pub-B	Income Participating Securities (IPSs)
		Average:	**5.03%**	**2.55%**		