

T A U X D E R E N D E M E N T

TABLE DES MATIÈRES

1. Présentation générale	3
2. Maintien du résultat de la formule automatique d'ajustement du taux de rendement appliqué en 2007-2008	6
Évolution de l'écart de crédit	8
Lien entre l'écart de crédit et la prime de risque sur l'avoir des actionnaires	10
Évaluations empiriques du lien entre les écarts de crédit et la prime de risque sur l'avoir des actionnaires	13
Constats.....	14
Demande de Gaz Métro	16
3. Ajustement des frais d'émission	18
Les méthodes de quantification de la majoration du rendement requise pour couvrir les frais d'émission	19
Traitement des frais d'émission par la Régie	20
Traitement des frais d'émission dans d'autres juridictions.....	21
Quantification des frais d'émission de Gaz Métro	22
Quantification des frais d'émission ailleurs que chez Gaz Métro.....	23
Demande de Gaz Métro	24
4. Conclusion	25

1 **1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE**

2 Dans le dossier tarifaire 2008, Gaz Métro a produit deux preuves d'experts sur l'évaluation du
3 taux de rendement sur l'avoir des actionnaires. Dans sa décision D-2007-116, la Régie de
4 l'énergie (« Régie ») approuvait, pour Société en commandite Gaz Métro (« Gaz Métro »), un
5 taux de rendement de 9,05 % et reconduisait le mécanisme d'ajustement annuel tel qu'il avait
6 été approuvé dans la décision D-99-11. Malgré ce fait, en établissant le taux de rendement, la
7 Régie doit s'assurer que celui-ci est juste et raisonnable compte tenu de plusieurs facteurs,
8 notamment du risque d'affaires de l'entreprise.

9 On se souviendra que le taux de rendement accordé par la Régie l'an dernier était
10 substantiellement moindre que le taux de rendement recommandé par les experts ayant
11 témoigné pour Gaz Métro, recommandation qui était d'ailleurs modeste comparativement aux
12 rendements octroyés dans d'autres juridictions en Amérique du Nord. Gaz Métro était et
13 demeure insatisfaite du taux de rendement octroyé par la Régie l'an dernier. Avec égard pour la
14 décision de la Régie, Gaz Métro considère que le rendement accordé ne reflète pas
15 adéquatement son risque d'affaires tel que mis en preuve dans le dossier R-3630-2007.

16 D'ailleurs, tout indique que ce risque n'a fait qu'augmenter au cours de la dernière année.
17 Depuis la décision D-2007-116 de la Régie, la tendance à la baisse des volumes s'est
18 confirmée et plusieurs éléments permettent de croire que cette tendance se maintiendra en
19 2008-2009 et par la suite. De plus, les tarifs de TCPL ont augmenté considérablement et Hydro-
20 Québec a confirmé l'existence de surplus d'électricité pour 2008 jusqu'en 2011, causant
21 notamment l'arrêt pratiquement complet des opérations de TCE, le plus important client de Gaz
22 Métro en terme de consommation. Le prix du gaz naturel a, quant à lui, recommencé à subir
23 des pressions inflationnistes. Gaz Métro voit dans ces circonstances une confirmation que son
24 risque d'affaires n'a fait qu'augmenter au cours de la dernière année.

25 Bien que Gaz Métro soit toujours d'avis que la formule actuelle d'établissement du taux de
26 rendement ne donne pas le rendement juste et raisonnable auquel elle a droit, Gaz Métro juge
27 que la situation actuelle, notamment celle prévalant dans les marchés financiers, accentue
28 encore davantage les lacunes de la formule d'ajustement annuel. Si elle était appliquée cette
29 année, cette formule donnerait un rendement inférieur à celui de 2007-2008 alors que plusieurs

1 indicateurs montrent, au contraire, une augmentation du rendement attendu par les
2 investisseurs.

3 En effet, l'augmentation de l'écart de crédit sur les obligations corporatives démontre clairement
4 que le risque de Gaz Métro, tel que perçu par les investisseurs, a augmenté considérablement
5 par rapport à ce qu'il était lorsque la Régie a entendu la preuve dans le dossier tarifaire 2008 et
6 rendu sa décision sur le taux de rendement, phénomène que la formule automatique
7 d'ajustement du taux de rendement ne permet pas de reconnaître cette année. L'écart de crédit,
8 défini comme la différence de rendement entre les obligations à long terme (30 ans) émises par
9 Gaz Métro et celles émises par le gouvernement du Canada, est dans les faits une
10 compensation pour le risque accru que représente l'investissement dans des obligations émises
11 par l'entreprise comparativement à l'investissement dans des obligations du gouvernement.
12 Gaz Métro soutient que l'accroissement de cette compensation demandée pour le risque au
13 niveau des obligations se reflète dans une augmentation de la prime de risque demandée pour
14 l'investissement dans les actions (parts) de l'entreprise. Cette situation justifie donc une
15 réévaluation du taux de rendement autorisé sur l'avoir propre des actionnaires.

16 Pour toutes les raisons qui précèdent et plus spécifiquement pour ce qui est expliqué dans la
17 section 2, Gaz Métro demande donc de suspendre l'application du mécanisme d'ajustement
18 pour cette année et de reconduire le même taux de rendement que celui accordé l'an dernier,
19 soit 9,05 %, ajusté à la hausse de 20 points de base pour tenir compte d'un ajustement aux
20 frais d'émission, pour un total de 9,25 %.

21 De manière plus détaillée sur ce point des frais d'émission, Gaz Métro désire rappeler que dans
22 la décision D-2007-116, elle se voyait accorder par la Régie 30 points de base pour les frais
23 d'émission et autres coûts d'accès aux capitaux. Les frais d'émission avaient été accordés par
24 la Régie dans la décision D-99-11 et faute de débat détaillé sur ce sujet dans le dossier tarifaire
25 2008, la Régie les a reconduits. Gaz Métro demande donc, dans le dossier tarifaire 2009, un
26 ajustement aux frais d'émission accordés par la Régie en 2008, à savoir 20 points de base de
27 plus que ce qui a été reconnu par le passé. Tel que le démontre la preuve de Gaz Métro sur ce
28 sujet, les frais d'émission réels encourus par Gaz Métro lors des dernières émissions sur le
29 marché des capitaux ont été bien au-delà de ce qui a été accordé par la Régie l'an dernier et
30 les années précédentes. Les frais d'émission reconnus pour Gaz Métro sont également
31 inférieurs à ce qui est reconnu chez plusieurs entités réglementées au Canada. Gaz Métro

- 1 demande donc à la Régie de lui accorder des frais d'émission qui se rapprochent davantage de
- 2 la réalité et qui sont comparables à ceux autorisés dans les autres juridictions au Canada, tel
- 3 que détaillé dans la section 3.

1 **2. MAINTIEN DU RÉSULTAT DE LA FORMULE AUTOMATIQUE D'AJUSTEMENT DU**
2 **TAUX DE RENDEMENT APPLIQUÉ EN 2007-2008**

3 Au mois d'août 1999, par l'entremise des décisions D-99-117, D-99-117-R et D-99-150 qui
4 venaient modifier la décision D-99-11, la Régie a établi le taux de rendement sur l'avoir des
5 actionnaires de Gaz Métro en utilisant les trois composantes du modèle d'équilibre des actifs
6 financiers (MÉAF) en plus des frais encourus lors d'émissions d'actions :

- 7 ‣ le taux de rendement sans risque¹;
- 8 ‣ la prime de risque du marché;
- 9 ‣ le risque relatif de Gaz Métro, exprimé par le bêta;
- 10 ‣ les frais d'émission.

11 De plus, la Régie a établi alors une formule permettant simplement d'ajuster annuellement le
12 taux de rendement pour y refléter 75 % (facteur d'élasticité) de la variation du taux de
13 rendement sans risque (ce facteur d'élasticité est le même que celui retenu par l'ONE tel
14 qu'exprimé dans le dossier RH-2-94). Tous les autres paramètres sont présumés constants.

15 La décision D-2004-196 de la Régie prolongeait ce mécanisme d'ajustement jusqu'au
16 30 septembre 2007.

17 Dans le cadre de la cause tarifaire R-3630-2007, Gaz Métro a déposé deux preuves d'experts
18 sur l'évaluation du taux de rendement sur l'avoir des actionnaires². Jugeant qu'une
19 reconduction de la formule d'ajustement annuelle ne serait pas adéquate, ces experts
20 recommandaient l'établissement d'un taux de rendement supérieur. Dans sa preuve,
21 Dr Chrétien recommandait explicitement d'utiliser un nouveau taux comme base à la formule
22 d'ajustement annuelle déjà reconnue par la Régie depuis 1999.

¹ Le taux de rendement sans risque est fixé annuellement comme étant la prévision du rendement des obligations du Canada d'un terme de 30 ans. Puisqu'il n'y a pas de prévision des taux 30 ans, cette prévision se base sur la moyenne des deux prévisions publiées au 1^{er} août des taux des obligations 10 ans du gouvernement du Canada sur des périodes à venir de trois et douze mois à laquelle est ajoutée la moyenne des différences entre les taux réels de 10 et 30 ans. Les données du Consensus Forecast sont utilisées pour les taux prévisionnels tandis que les taux obligataires publiés sont utilisés pour le réel.

² Cause tarifaire 2008, R-3630-2007, Gaz Métro-7, Document 8 et Gaz Métro-7, Document 9

1 Dans la décision D-2007-116, la Régie ne retenait pas la méthode d'établissement du taux de
2 rendement présentée par Dr Chrétien. Elle portait plutôt un jugement sur le taux de rendement
3 à partir de l'ensemble des preuves déposées à ce sujet dans le dossier et reconduisait le
4 mécanisme d'ajustement annuel tel que prescrit dans la décision D-99-11.

5 Depuis la décision D-2007-116 la prévision du taux d'intérêt sur les obligations du
6 gouvernement du Canada d'une échéance de 30 ans a diminué de façon significative, passant
7 de 4,78 % en août 2007 à 4,22 % en mars 2008. Cette réduction des taux d'intérêt prévus
8 impliquerait une diminution de 0,42 % du taux de rendement sur l'avoir des actionnaires de Gaz
9 Métro selon la formule d'ajustement annuelle.

10 Cependant, durant la même période, le taux de rendement sur les obligations à long terme de
11 Gaz Métro (30 ans) n'a pas diminué mais a plutôt augmenté, passant de 5,45 % au 3 août 2007
12 à 5,73 % au 28 mars 2008.³

13 L'écart entre les taux des obligations de Gaz Métro et celles du gouvernement (l'écart de crédit)
14 est un indicateur tangible de la perception du risque d'investissement dans l'entreprise.
15 L'éloignement de l'écart de crédit de son niveau moyen de long terme, ou du moins du niveau
16 en cours lors du jugement de la Régie sur le niveau juste et raisonnable du taux de rendement
17 accordé aux actionnaires de Gaz Métro, devrait impliquer un ajustement dans l'appréciation de
18 la Régie.

19 La diminution du taux de rendement sur l'avoir des actionnaires qu'implique l'application de la
20 formule d'ajustement annuelle, compte tenu du contexte particulier prévalant sur les marchés
21 financiers, ne serait pas juste et raisonnable. Comme il sera expliqué plus bas, l'augmentation
22 de l'écart de crédit indique une augmentation de la prime de risque d'une ampleur suffisante
23 pour plus que compenser la baisse de 42 points de base du taux de rendement liée à
24 l'application de la formule d'ajustement annuelle.

25 Dans ce qui suit, nous présentons les faits justifiant de ne pas mettre à jour le résultat de la
26 formule d'ajustement annuelle du taux de rendement pour l'année tarifaire 2009.

³ Dans ce qui suit, toutes les données sur les taux d'obligations corporatives et gouvernementales et les écarts de crédit ont été obtenues de BMO Marchés des capitaux. Ces données sont des données réelles qui peuvent donc différer des prévisions appuyées sur le Consensus Forecast utilisées dans la formule d'ajustement annuelle du taux de rendement de Gaz Métro.

1 **Évolution de l'écart de crédit**

2 Au cours des dernières années, le taux d'intérêt sur les obligations du gouvernement du
3 Canada d'une échéance de 30 ans a diminué constamment passant de 6,45 % au 17 janvier
4 2000 à 3,95 % au 28 mars 2008 (la moyenne historique de long terme se situant à 6,41 %⁴).
5 Parallèlement, le taux des obligations d'un terme de 30 ans émises par Gaz Métro pour financer
6 ses activités a lui aussi diminué, cependant cette diminution s'est faite à un rythme différent et
7 ce particulièrement depuis le 3 août 2007 (date de l'information disponible pour la décision de la
8 Régie) tel que le démontre le graphique 1.

9 **Graphique 1**



10
11 Source : BMO Marchés des capitaux

12

13 La différence entre le taux des obligations corporatives et celui des obligations du
14 gouvernement de même échéance se nomme communément écart de crédit. Pour Gaz Métro,
15 l'écart de crédit moyen sur ses obligations d'une échéance de 30 ans était de 100 points de
16 base pour l'année d'instauration de la formule annuelle d'ajustement, soit 1999. Après avoir
17 fluctué entre 2000 et 2003, il était de retour à 93 points de base en moyenne en 2004, année de

⁴ Voir preuve de Dr Stéphane Chrétien, Cause tarifaire 2008, R-3630-2007 Gaz Métro-7, Document 8, page 25

1 la reconduction de la formule originale. En 2007, année de la plus récente réévaluation du taux
2 de rendement par la Régie, l'écart de crédit a été de 104 points de base en moyenne.
3 Cependant, l'écart de crédit, qui s'établissait à 105 points de base au 3 août 2007, s'établit
4 maintenant à 178 points de base au 28 mars 2008, soit une augmentation de 73 points de base
5 en quelques mois. Le graphique 2 présente l'évolution de l'écart de crédit de Gaz Métro pour
6 des obligations de 30 ans, de 1998 à aujourd'hui.⁵

7 Graphique 2



8
9 Source : BMO Marchés des capitaux

10 Sans vouloir expliquer les raisons de l'émergence de cet écart important entre le taux d'intérêt
11 sur les obligations du gouvernement du Canada et celui des obligations de Gaz Métro, il est
12 important de comprendre ce que cet écart de crédit représente ainsi que son lien avec le taux
13 de rendement sur l'avoir des actionnaires.

14 Écart de crédit :

15 Elton, Greuer, Agrawal et Mann (2001) résument comme suit ce que représente l'écart de
16 crédit corporatif :

⁵ Pour les historiques de comparables qui permettent une analyse sur de plus longues périodes (avant 1998), voir

1 « *Spreads in rates between corporate and government bonds differ across rating classes and*
2 *should be positive for each rating class for the following reasons:*

- 3 1. *Expected default loss—some corporate bonds will default and investors require a higher*
4 *promised payment to compensate for the expected loss from defaults.*
- 5 2. *Tax premium—interest payments on corporate bonds are taxed at the state level whereas*
6 *interest payments on government bonds are not.*
- 7 3. *Risk premium—The return on corporate bonds is riskier than the return on government*
8 *bonds, and investors should require a premium for the higher risk. As we will show, this*
9 *occurs because a large part of the risk on corporate bonds is systematic rather than*
10 *diversifiable.*

11 *The only controversial part of the above analyses is the third point. Some authors in their*
12 *analyses assume that the risk premium is zero in the corporate bond market.¹*

13 ¹ *Many authors assume a zero risk premium. Bodie, Kane, and Marcus (1993) assume the spread is all default premium.*
14 *See also Fons (1994) and Cumby and Evans (1995). On the other hand, rating-based pricing models like Jarrow, Lando,*
15 *and Turnbull (1997) and Das-Tufano (1996) assume that any risk premium impounded in corporate spreads is captured*
16 *by adjusting transition probabilities. »⁶*

17 Des trois composantes de l'écart de crédit corporatif énumérées par les auteurs, deux semblent
18 d'intérêt pour notre propos, soit l'espérance mathématique de perte liée à la faillite et la prime
19 de risque systématique. Bien que la prime pour les impôts puisse être significative pour certains
20 investisseurs aux États-Unis, au Québec, les intérêts sont imposables selon les mêmes
21 standards peu importe leur provenance⁷.

22 **Lien entre l'écart de crédit et la prime de risque sur l'avoir des actionnaires**

23 Contrairement au taux de rendement requis par les actionnaires, le rendement requis par les
24 détenteurs d'obligations est directement observable : il s'agit du taux d'intérêt effectif. Ainsi, une
25 augmentation de l'écart de crédit implique une augmentation de la prime demandée par les

l'annexe 1.

⁶ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal and Christopher Mann, Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds, *The Journal of Finance*, 56, 1, 2001, page 247. Cette étude estime que, pour les obligations corporatives américaines de 10 ans du secteur industriel cotées A, 17,8 % de l'écart de crédit peut être relié au risque de perte lié à la faillite, 36,1 % de l'écart de crédit peut être lié aux taxes et que 85 % de l'écart résiduel de 46,1 % peut être lié au risque systématique.

⁷ De plus, rappelons que ce qui nous importe ici est davantage d'analyser l'évolution de l'écart de crédit dans les dernières années et non pas de tenter d'expliquer le niveau absolu de ce dernier, ainsi seul un changement du taux d'imposition aurait été pertinent à notre propos.

1 investisseurs pour l'investissement dans les obligations de Gaz Métro par rapport à
2 l'investissement dans des obligations du gouvernement du Canada. Reste à savoir si cette
3 prime exigée par les détenteurs d'obligations est liée à la prime de risque exigée par les
4 actionnaires qui elle n'est pas directement observable.

5 Premièrement, il existe un lien positif entre l'écart de crédit sur les obligations et la prime de
6 risque sur les actions. Plusieurs modèles théoriques établissent ce lien. Ils s'inspirent
7 généralement de Merton (1974) et sont connus sous le nom de modèles structurels.⁸ Ces
8 modèles définissent la valeur des différentes formes de capital de l'entreprise en fonction de
9 leur droit sur les actifs de l'entreprise, de la valeur de ces actifs et de la volatilité de la valeur de
10 ces actifs. Comme les obligations et les actions représentent des formes alternatives de capital
11 donnant droit aux mêmes actifs, leur dépendance commune à la valeur de ces actifs crée
12 théoriquement un lien entre leurs propres valeurs.

13 Deuxièmement, comme noté plus haut, la prime que représente l'écart de crédit représente
14 principalement l'espérance mathématique de perte liée à la faillite de l'entreprise et
15 possiblement une prime de risque systématique. Dans les deux cas la prime de risque sur le
16 rendement des actionnaires devrait être fortement liée aux paramètres influençant l'écart de
17 crédit sur les obligations pour les raisons suivantes.

18 Tout d'abord, l'espérance mathématique de perte liée à la faillite est d'autant plus importante
19 dans le cas des actionnaires ordinaires puisqu'ils ont un droit sur les actifs qui est subordonné
20 au droit des détenteurs d'obligations et des autres créanciers. En d'autres mots, lors d'une
21 faillite, les actionnaires prennent ce qui reste après le paiement des créanciers. Comme
22 l'espérance mathématique de perte est la probabilité de faillite (égale pour les détenteurs
23 d'obligations et les actionnaires) multipliée par la valeur de la perte en cas de faillite (plus
24 importante pour les actionnaires que pour les détenteurs d'obligations), on peut déduire que
25 l'espérance mathématique de perte liée à la faillite est plus grande pour les actionnaires. De ce
26 fait, le risque de faillite est non seulement présent pour les actionnaires ordinaires mais il est
27 plus important pour eux que pour les détenteurs d'obligations et doit donc être compensé par

⁸ Merton, R.C., 1974, On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates, *The Journal of Finance*, 33, pages 29-44. Pour une explication simple du modèle de Merton et du lien entre la valeur des obligations corporatives et des actions voir les pages 25 et 26 de Chan-Lau, Jorge, A., and Yoon Sook Kim, Equity Prices, Credit Default Swaps, and Bond Spreads in Emerging Markets, *IMF Working Paper*, WP/04/27.

1 une majoration de rendement supérieure à l'écart de crédit demandé par les détenteurs
2 d'obligations pour ce risque.

3 De plus, une prime de rendement liée au risque systématique d'un actif est prescrite par la
4 théorie du MÉAF lorsque les rendements de cet actif sont corrélés avec un portefeuille d'actifs
5 parfaitement diversifié. La corrélation entre les rendements de l'actif et les rendements du
6 portefeuille diversifié mesure la sensibilité des rendements de cet actif aux événements
7 affectant l'économie dans son ensemble, le niveau de cette corrélation représente alors le
8 niveau de risque non-diversifiable (systématique) pour le détenteur de l'actif qui doit être
9 compensé par une prime de rendement. Une telle prime de risque systématique peut être
10 exigée par les détenteurs d'obligations pour deux raisons tel que le décrivent Elton, Gruber,
11 Agrawal et Mann (2001) :

12 *« There are two reasons why changes in corporate spreads might be systematic. First, if*
13 *expected default loss were to move with equity prices, so while stock prices rise default risk goes*
14 *down and as stock prices fall default risk goes up, it would introduce a systematic factor. Second,*
15 *the compensation for risk required in capital markets changes over time. If changes in the*
16 *required compensation for risk affects both corporate bond and stock markets, then this would*
17 *introduce a systematic influence.*

18 ²⁶ See, for example, Elton (1999). »⁹.

19 La première raison évoquée par les auteurs pouvant justifier une prime de risque systématique
20 pour les obligations implique directement qu'une augmentation de l'écart de crédit serait liée à
21 une diminution du prix des actions, c'est-à-dire à une augmentation de la prime de risque de
22 celles-ci. La deuxième raison évoquée implique quant à elle que les fluctuations de la
23 compensation pour le risque sur les marchés se répercutent à la fois dans l'écart de crédit des
24 obligations et la prime de risque des actions. Ainsi, si elle existe, la prime de risque
25 systématique faisant partie de l'écart de crédit des obligations doit être liée à la prime de risque
26 des actions.

27 Nous pouvons donc déduire que, selon les modèles financiers théoriques et les composantes
28 de l'écart de crédit, nous devons nous attendre à ce qu'une augmentation de l'écart de crédit

⁹ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal and Christopher Mann, 2001 Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds, *The Journal of Finance*, 56, 1, page 267

1 sur les obligations se traduise par une augmentation de la prime de risque des actions. Nous
2 verrons maintenant à l'ampleur de ce lien tel que calculé empiriquement.

3 **Évaluations empiriques du lien entre les écarts de**
4 **crédit et la prime de risque sur l'avoir des actionnaires**

5 En plus de modèles théoriques, plusieurs études démontrent l'existence d'une corrélation
6 positive entre les rendements des actions et ceux des obligations corporatives. Ces études
7 empiriques peuvent être regroupées en deux grandes catégories.

8 Premièrement, certaines études tentent d'expliquer le rendement des obligations corporatives
9 par certains facteurs dont le rendement des actions. Ces études démontrent généralement une
10 corrélation positive, statistiquement significative, entre le rendement des actions et le
11 rendement des obligations corporatives. Les coefficients estimés de l'impact d'une variation
12 dans les rendements des actions sur le rendement des obligations corporatives sont bien
13 inférieurs à 1. Un coefficient inférieur à 1 implique qu'une augmentation (diminution) de 1 % du
14 rendement des actions se reflète par une augmentation (diminution) de moins de 1 % du
15 rendement des obligations corporatives (ainsi une augmentation (diminution) de 1 % du
16 rendement des obligations est associée à une augmentation (diminution) de plus de 1 % du
17 rendement des actions).¹⁰

18 Deuxièmement, certaines études tentent, à l'inverse, d'expliquer le rendement des actions par
19 certains facteurs dont l'écart de crédit (différence de rendement entre des obligations de risque
20 différent). Ces études trouvent généralement une corrélation positive et statistiquement
21 significative entre le rendement des actions et l'écart de crédit. Les coefficients estimés de
22 l'impact d'une variation dans les écarts de crédit sur le rendement des actions sont supérieurs à
23 1. Un coefficient supérieur à 1 implique qu'une augmentation (diminution) de 1 % de l'écart de

¹⁰ Voir par exemple, Treptow, Felix, 2002, Information Arbitrage between Individual Stocks and Corporate bonds, non publié, Munich School of Management. D'autres études ont tenté d'expliquer la variation du rendement des obligations corporatives sur une période par certains facteurs dont le rendement des actions sur la même période avec des résultats similaires. À ce sujet, voir par exemple, Kwan, H. Simon, 1996, Firm-specific information and the correlation between individual stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 40, pages 63-80.

1 crédit se reflète par une augmentation (diminution) de plus de 1 % dans le rendement des
2 actions.¹¹

3 Ainsi, les études empiriques sur le sujet démontrent le lien théorique entre les variations des
4 écarts de crédit et les variations de la prime de risque des actions. De plus, leurs résultats
5 montrent qu'une augmentation (diminution) de 1 % de l'écart de crédit se traduit par une
6 augmentation (diminution) supérieure à 1 % dans la prime de risque des actions.

7 **Constats**

8 Il est démontré plus haut qu'une augmentation de l'écart de crédit sur les obligations
9 corporatives implique une augmentation de la prime de risque sur les actions et ce pour trois
10 raisons principales. Premièrement, les modèles théoriques de Merton (1974) et plusieurs autres
11 qui s'en inspirent font un lien direct entre l'écart de crédit et la prime de risque sur les actions.
12 Deuxièmement, les deux causes théoriques répertoriées pouvant causer l'écart de crédit des
13 obligations de Gaz Métro, soit l'espérance mathématique de perte due à la faillite et la prime de
14 risque systématique, sont directement liées à la prime de risque sur les actions. Troisièmement,
15 il est démontré empiriquement qu'une augmentation de l'écart de crédit influence le rendement
16 des actions. L'étude de Schwert (1990), entre autres, le confirme à l'aide de près de 70 ans de
17 données.

18 Ainsi, l'augmentation marquée de 73 points de base de l'écart de crédit, passant de 105 points
19 de base au 31 août 2007 à 178 points de base au 31 mars 2008, représente l'augmentation de
20 la prime de risque demandée par les détenteurs d'obligations de Gaz Métro et est donc un fort
21 indicateur d'une augmentation de la prime de risque exigée par les actionnaires de Gaz Métro.
22 Tel que démontré plus haut, ce 73 points de base d'augmentation depuis la décision de la
23 Régie semble même considérablement sous-évaluer l'augmentation de la prime de risque sur
24 l'avoir des actionnaires.

25 De plus, au-delà des considérations théoriques il semble, en pratique, simplement
26 déraisonnable que, dans un contexte où :

¹¹ Voir par exemple, Fama, F. Eugene, 1990, Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity, *The Journal of Finance*, 45, 4, pages 1089-1108; et Schwert, G. William, 1990, Stock Returns and Real Activity: A Century of Evidence, *The Journal of Finance*, 45, 4, pages 1237-1257.

1 ▪ le rendement requis par les marchés financiers sur sa dette est plus élevé que
2 celui de l'an dernier malgré la baisse marquée des taux d'intérêt des obligations du
3 gouvernement du Canada d'un terme de 30 ans, et que

4 ▪ le prix au marché de ses parts a diminué (voir graphique 3), l'obligeant à émettre
5 implicitement ses parts à un taux de rendement supérieur à celui de l'an dernier,

6 Gaz Métro voit son taux de rendement sur l'avoir des actionnaires réduit par l'application de la
7 formule d'ajustement annuelle. L'application de cette formule viendrait diminuer
8 considérablement le rendement sur l'avoir des actionnaires de Gaz Métro à un moment où tout
9 indique que le rendement attendu des investisseurs n'a pas diminué mais plutôt augmenté.

1 Graphique 3



4 Source : Globeinvestor.com

5 Demande de Gaz Métro

6 Dans sa décision D-2007-116, la Régie soulignait que

7 « Selon la Régie, l'application du modèle MÉAF présente une difficulté additionnelle lorsque
8 l'évaluation du rendement intervient dans une période où les taux courants des obligations
9 gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. Un
10 ajustement s'impose donc dans l'appréciation par la Régie lorsque les conditions du marché
11 obligataire s'éloignent de cette moyenne. » (page 28)

12 Non seulement le taux d'intérêt des obligations du gouvernement du Canada s'est à nouveau
13 écarté considérablement de sa moyenne de long terme mais il s'est de plus éloigné d'une façon
14 inusitée et significative du taux de rendement des obligations corporatives de Gaz Métro et des
15 entreprises en général. L'augmentation de ce que l'on nomme l'écart de crédit est, tel que

1 démontré plus haut, directement liée à l'augmentation de la prime de risque demandée par les
2 actionnaires ordinaires, ceux-ci demandant compensation pour les mêmes risques que ceux
3 causant l'écart de crédit. Ainsi, Gaz Métro demande à la Régie de tenir compte de l'évolution
4 des indices fournis par les marchés financiers depuis son évaluation du taux de rendement de
5 Gaz Métro et de ne pas mettre à jour, pour 2009, le calcul du taux de rendement en vigueur
6 actuellement. Ce faisant, Gaz Métro demande la reconduction du taux de 9,05 % en 2009 en y
7 ajoutant un ajustement de 20 points de base pour les frais d'émission pour les raisons
8 expliquées dans la section suivante.

1 **3. AJUSTEMENT DES FRAIS D'ÉMISSION**

2 Dans une entreprise réglementée comme Gaz Métro, l'avoir des actionnaires est rémunéré en
3 fonction du montant net injecté dans l'entreprise. Par exemple, si on doit financer des actifs de
4 100 M\$ à partir de 40 % d'avoir ordinaire, les actionnaires seront rémunérés sur les 40 M\$
5 utilisés pour financer les actifs. Par contre, pour disposer de 40 M\$, il faut encourir des frais
6 pour aller au marché et émettre des actions (parts). Ces frais sont communément appelés des
7 « frais d'émission ».

8 Les frais d'émission sont soit « directs », soit « indirects ».

9 Les frais d'émission directs sont les commissions payées aux preneurs fermes, les frais légaux
10 et autres frais tel que l'impression des prospectus, qui doivent être versés pour émettre les
11 titres. À ces frais s'ajoute l'escompte qui est consenti sur le prix de l'émission par rapport au prix
12 du marché. Cet escompte, s'il n'était pas pris en compte lors de la fixation du taux de
13 rendement, serait entièrement supporté par les actionnaires existants via une dilution de leur
14 avoir propre. En pratique, ces frais d'émission sont payés à même le produit de l'émission de
15 titres. Cela signifie que si on a besoin de 40 M\$ d'équité pour financer des actifs de 100 M\$, il
16 faudra émettre des titres pour, par exemple, 42 M\$. L'excédent de 2 M\$ sera alors utilisé pour
17 payer les frais d'émission. Concrètement, il en résulte que les investisseurs auront injecté
18 42 M\$ dans l'entreprise mais ne seront rémunérés que sur 40 M\$, d'où la nécessité
19 d'augmenter le rendement autorisé pour tenir compte des frais d'émission. Nous citons ici un
20 extrait de preuve déposé en Alabama qui résume bien cette situation :

21 *« The cost of equity must reflect what a firm needs to earn on its fund in order to meet the return*
22 *requirements of its investors. Flotation costs reduce the amount of funds that a firm has to invest*
23 *and thereby increase the return that a firm must earn on those remaining funds if it is to continue*
24 *attracting investors. If a utility was allowed to recover all of its flotation costs at the time of*
25 *issuance, there would be no need for this adjustment. Otherwise, it is important to subtract the*
26 *flotation costs from the price used in the DCF model in order to capture the fact that a utility does*
27 *not receive the full proceeds of an equity issue. »¹²*

¹² Preuve déposée par Randall S. Billingsley devant la Alabama Public Service Commission, dans le dossier n° 29054, exhibit RSB-2.

1 Les frais d'émission indirects proviennent de la pression à la baisse sur le prix du titre qui
2 résulte de l'émission de nouveaux titres. Ces frais indirects sont plus difficiles à quantifier et
3 nous ne les considérerons pas dans le présent document.

4 **Les méthodes de quantification de la**
5 **majoration du rendement requise pour couvrir les frais d'émission**

6 Beaucoup de littérature a été publiée sur le sujet dans les années 80, avec parfois des points
7 de vue différents sur la façon d'intégrer les frais d'émission dans le taux de rendement, mais
8 toujours en reconnaissant le bien-fondé de cet ajustement. En 1990, Berry¹³ a bien résumé la
9 théorie entourant ce sujet. Il y aurait trois grandes méthodes :

- 10 1. « Current Recovery Model »
- 11 2. « Capitalized Recovery Model »
- 12 3. « BAG¹⁴ Model ».

13 La première permet de récupérer les frais d'émission dans l'année où ils sont encourus. Les
14 deuxième et troisième méthodes équivalent à capitaliser les frais d'émission qui sont ensuite
15 récupérés plus ou moins rapidement. Par contre, ces deux dernières méthodes sont
16 équivalentes lorsque le pourcentage de rétention des bénéfices est nul, ce qui est la situation
17 de Gaz Métro. Dans ce cas, la formule est la suivante :

18
$$r = k/(1-f)$$

19

20 où : r = rendement majoré

21 k = rendement requis

22 f = pourcentage de frais d'émission

23 Appliquée à un rendement requis de 9 % et des frais d'émission de 6 %, par exemple, cette
24 formule donne donc 9,57 %, soit une majoration de 57 points de base.

¹³ S. Keith Berry, « Flotation Cost Allowance Methodologies : A Synthesis Using Present Value Analysis », The Financial Review, Vol. 25 No. 3 August 1990

¹⁴ Brigham – Aberwald - Gapenski

1 À noter que selon ces deux dernières formules, les frais d'émission ne sont jamais récupérés.
2 Ils ne servent qu'à générer indéfiniment un rendement.

3 **Traitement des frais d'émission par la Régie**

4 Dans le dossier tarifaire 2008, Dr Chrétien recommande de simplement reconduire les frais
5 d'émission de 0,30 % sans élaborer davantage. D'ailleurs, dans sa décision D-2007-116, la
6 Régie disait à la page 28 :

7 « Les frais d'émission et autres coûts d'accès aux marchés n'ont pas fait l'objet d'un examen
8 détaillé dans le présent dossier. Ils se situent à 0,30 % pour l'entreprise dans la preuve du
9 Dr Chrétien alors que le Dr Booth les estime à 0,50 %. **La Régie maintient inchangés à 30**
10 **points de base les frais d'émission et autres coûts d'accès aux marchés de Gaz Métro, tels**
11 **qu'établis dans la décision D-99-11.** » (nos soulignés)

12 En réponse à une question, Gaz Métro répondait¹⁵ dans le même dossier ce qui suit :

13 « Différents coûts sont encourus par une entreprise lorsqu'elle émet des titres sur le marché, soit
14 des coûts directs et d'autres coûts indirects. Dans les coûts directs, il y a la commission des
15 courtiers émetteurs qui peut varier entre environ 4 % et 5,50 % dépendant de divers facteurs
16 (taille de l'émission, entreprise émettrice, conditions de marché au moment de l'émission, etc.).
17 Les titres sont également, dans la majorité des cas, émis avec un escompte, c'est-à-dire que le
18 prix d'émission est plus bas que le prix courant sur le marché. Tel que constaté dans le tableau
19 ci-joint fourni par BMO Nesbitt Burns, la commission moyenne est de 4,86 % pour les émissions
20 de fiducies de revenu du secteur « power and pipelines » qui ont été complétées depuis le 1^{er} juin
21 2005 et l'escompte moyen est de 1,17 %, pour un coût total de 6,03 %. Pour les émissions de
22 fiducies de revenus de d'autres secteurs d'activité, la commission et l'escompte moyens sont
23 respectivement de 5,03 % et de 2,55 %, pour un total de 7,58 %.

24 En supposant qu'un investisseur achète pour 100 \$ de titres de Gaz Métro, il ne restera que
25 93,97 \$ d'avoir propre après déduction des frais d'émission de 6,03 %. En supposant que
26 l'investisseur ait droit à un rendement de 9,89 % sur son investissement de 100 \$, donc à une
27 distribution de 9,89 \$, il faut donc lui accorder un rendement de 10,52 % (9,89 \$ / 93,97 \$), soit
28 63 points de base de plus pour tenir compte des « frais d'émission et autres facteurs ». Comme
29 les rendements réalisés des entreprises des portefeuilles de référence sont des rendements nets
30 (après frais d'émission et autres), Gaz Métro demande un rajustement de 30 points de base pour

1 *les inclure, ce qui nous apparaît un minimum considérant les frais d'émission encourus par*
2 *d'autres entreprises sur le marché et correspond à ce qui a antérieurement été approuvé par la*
3 *Régie. Mentionnons ici que, dans sa décision 2004-052, Generic Cost of Capital, l'Alberta Energy*
4 *and Utilities Board (AEUB) a approuvé un ajout pour les frais d'émission (flotation costs) de*
5 *0,50 %.*

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

8 Dans le dossier tarifaire 2008, Dr Laurence Booth avait explicitement reconnu¹⁶ que les frais
9 d'émission devaient être considérés en ces termes :

10 *« (...) regulated firms should be allowed to recover their issue costs in the allowed return in the*
11 *same way that issue costs attached to debt are included in the embedded debt cost. »*

12 Notons que Dr Booth calcule que, pour des frais d'émission de 5 %, la majoration du rendement
13 devrait être de 42 points de base pour une entreprise qui verse 100 % de ses profits en
14 dividendes, ce qu'il reconnaît être la situation de Gaz Métro, plus les « out of pocket
15 expenses ». Il accepte 50 points de base comme « coussin » en ligne avec la pratique de
16 plusieurs régulateurs.

17 **Traitement des frais d'émission dans d'autres juridictions**

18 La majorité des organismes de réglementation reconnaissent les frais d'émission bien que le
19 traitement utilisé varie d'une juridiction à l'autre.

20 CRTC :

21 En 1998, le CRTC n'a autorisé qu' « *une marge minimale pour les frais d'émission, soit environ*
22 *15 à 25 points de base* ». ¹⁷

¹⁵ R-3630-2008, Gaz Métro-7, Document 8.5, page 2 de 3

¹⁶ R-3630-2007, Fair return for Gaz Métro, Evidence of Laurence D. Booth, page 56

¹⁷ Décision Télécom CRTC 98-2

1 Alberta Energy and Utilities Board :

2 Dans une cause générique de 2004¹⁸, le Alberta Energy and Utilities Board a considéré
3 différentes recommandations de majoration pour frais d'émission, qui variaient de 0,1 % à
4 0,75 % pour retenir 0,50 %.

5 British Columbia Utilities Commission :

6 Dans une décision du 2 mars 2006¹⁹ relative à Terasen, le BCUC a retenu 50 points de
7 base.

8 **Quantification des frais d'émission de Gaz Métro**

9 Les frais directs (excluant donc l'effet à la baisse (« market pressure ») sur le prix de la part)
10 reliés aux trois dernières émissions publiques sont les suivants :

	Émission 1999	Émission 2003	Émission 2005
(A) Montant de l'émission	61 606 380 \$	80 540 250 \$	69 466 969 \$
Prix des parts émises	17,35 \$	20,30 \$	23,00\$
(B) Commission	2 730 088 \$	3 591 760 \$	3 096 359 \$
(C) Frais directs (légaux, etc.)	227 447 \$	293 584 \$	305 502 \$
(D) Produit net ((A)-(B)-(C))	58 648 845 \$	76 654 906 \$	66 065 108 \$
(E) Escompte ²⁰	177 540 \$	833 175 \$	573 857 \$
(F) Frais d'émission totaux ((B)+(C)+(E))	3 135 075 \$	4 718 519 \$	3 975 718 \$
(G) Pourcentage des frais d'émission / produit net ((F)/(D))	5,35 %	6,16 %	6,02 %
Points de base à 9 % ((9%/(1-G))-9%) * 100 *100	51	59	58

¹⁸ Alberta Energy and Utilities Board, Generic Cost of Capital, Decision 2004-052, July 2, 2004

¹⁹ "In the matter of Terasen Gas inc. and Terasen Gas (Vancouver Island) inc. application to determine the appropriate return on equity and capital structure and to review and revise the automatic adjustment mechanism"

²⁰ Prix de l'émission moins le prix de fermeture de la veille, tel qu'établi au prospectus, multiplié par le nombre de parts émises. Pour l'émission de 1999, nous avons pris le prix de fermeture à la bourse de Toronto (le prix de Montréal était plus petit que le prix de l'émission).

1 **Quantification des frais d'émission ailleurs que chez Gaz Métro**

2 Dans ce qui suit, l'objectif est de montrer que les frais d'émission calculés pour Gaz Métro sont
 3 du même ordre que ceux observés ailleurs, Nous avons donc simplement compilé les résultats
 4 de différentes études consultées ou référées par différents auteurs ou organismes de
 5 réglementation.

6 Pour les frais directs :

Évaluation	Source
Entre 4 % et 5 %	C. W. Smith, Jr, Journal of Financial Economics, 1977, pp. 273-307
4,77 %	Sondage réalisé auprès de 34 entreprises de transport et distribution de gaz naturel ayant émis des actions ordinaires entre 1992 et 2002, tel que relaté par Great Plains au Minnesota Public Utilities Commission, dossier G-004/GR-04-1487
au moins 4,0 %	Logue & Jarrow, « <i>Negotiations vs. Competitive Bidding in the Sale of Securities by Public Utilities</i> », Financial Management, Fall 1978
5 %	Étude portant sur 641 émissions par 95 entreprises d'utilités publiques électriques, Borum & Malley, « <i>Total Flotation Costs for Electric Company Equity Issues</i> », Public Utilities Fortnightly", February 20, 1986
4,175 %	Eckbo & Masulis, « <i>Rights vs. Underwritten Stock Offerings : An Empirical Analysis</i> », University of British Columbia, Working Paper No. 1208, Sept., 1987
6,46 %	Résultat de sondages sur des émissions canadiennes relaté par Dr Roger Morin dans une preuve au CRTC en 1997
5 %	Étude de RBC en 1996 sur 37 titres, relatée par Dr Roger Morin dans une preuve au CRTC en 1997
4,92 %	Lee, I., Lockhead, S., Ritter, J., and Zhao, Q. « <i>The Cost of Raising Capital.</i> » Journal of Financial Research, Vol. XIX, No. 1, Spring 1996
4 % à 5 %	Selon Kathleen McShane, CRTC Avis Public 97-11 (dossier #8085-RP003/97), Preuve de Centre de ressources Stentor inc., Section 4, Appendix A, 13 juin 1997
4,5 % à 6 %	Données compilées par BMO Marchés des capitaux pour des émissions de fiducies de revenu depuis juin 2005 ²¹

7

²¹ Voir annexe 2

1 Les frais d'émission directs calculés pour Gaz Métro (entre 5,32 % et 6,16 %) se situent donc à
2 l'intérieur des fourchettes identifiées par ces différentes études (entre 4 % et 6,46 %).

3 Pour les frais indirects (impact sur le marché), les études donnent les résultats suivants :

Évaluation	Source
Entre 2 % et 3 %	R. H. Pettway, Public Utilities Fortnightly, May 10, 1984, pp. 35-39
Moins de 1,5 %	Logue & Jarrow, 1978
0,72 %	Bowyer & Yawitz, « The Effect of New Equity Issues on Utility Stock Prices », Public Utilities Fortnightly, 22 mai 1980
Un peu plus de 1,5 %	Eckbo & Masulis, « <i>Rights vs. Underwritten Stock Offerings : An Empirical Analysis</i> », University of British Columbia, Working Paper No. 1208, Sept., 1987
2,0 %	Étude de Mitoo ("The Bad News Bearers") effectuée entre 1991 et 1993 sur 106 émissions et citée par Dr Roger Morin dans une preuve au CRTC en 1997
3 %	Étude de RBC en 1996 sur 37 titres, relatée par Dr Roger Morin dans une preuve au CRTC en 1997

4

5 À noter qu'aucuns frais indirects n'ont toutefois été considérés dans notre proposition,
6 l'évaluation de ces frais n'ayant pas fait l'objet d'une analyse. Notre demande est donc
7 conservatrice à cet égard.

8 **Demande de Gaz Métro**

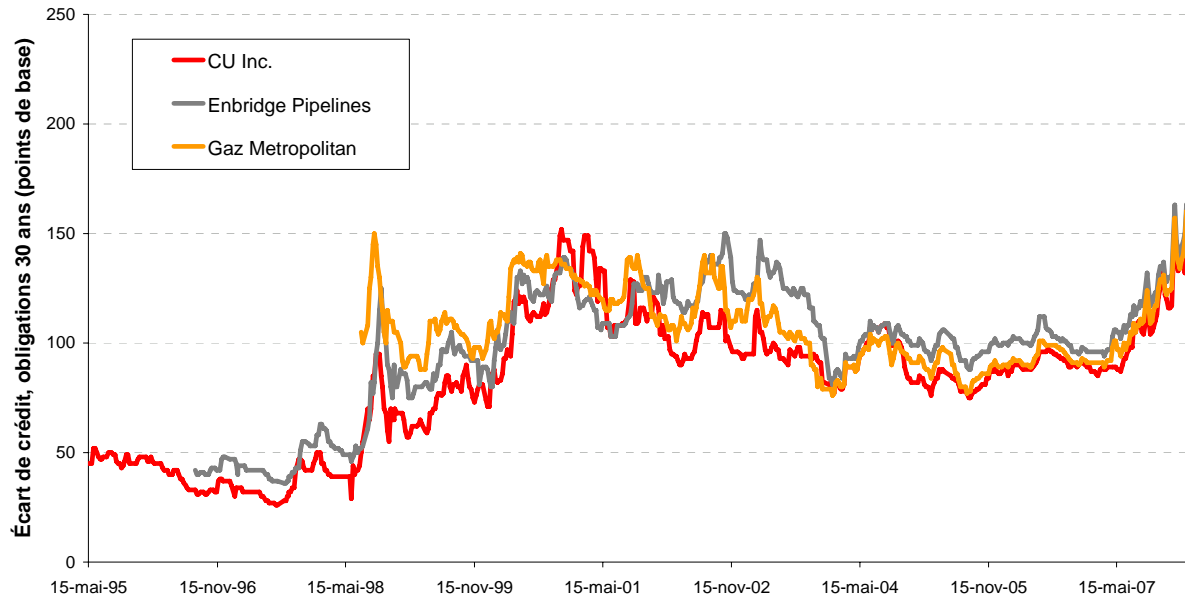
9 Gaz Métro demande à la Régie de reconnaître, dans la formule d'établissement du taux de
10 rendement, des frais d'émission de 50 points de base, tels qu'utilisés ailleurs au Canada, plutôt
11 que de 30 points de base comme il a été fait jusqu'ici. Ces 50 points de base sont :

- 12 ▪ conservateurs par rapport au coût des dernières émissions, dont la moyenne
13 pondérée s'est établie à 56 points de base sans considérer les frais d'émission
14 indirects;
- 15 ▪ en ligne avec ce que Dr Booth reconnaissait dans le dossier tarifaire 2007-2008;
- 16 ▪ en ligne avec ce qui est utilisé dans d'autres juridictions, notamment en Alberta et en
17 Colombie-Britannique.

1 **4. CONCLUSION**

2 Pour l'année tarifaire 2008-2009, Gaz Métro demande donc un taux de rendement sur l'avoir
3 des actionnaires de 9,25 %. Ce taux représente la reconduction du taux de rendement accordé
4 par la Régie pour l'année tarifaire 2007-2008 de 9,05 %, majoré de 20 points de base pour tenir
5 compte de l'analyse détaillée des frais d'émission.

1 Annexe 1



2
3

Source : BMO Marchés des capitaux

1 Annexe 2

Precedent Income Trust Bought Deal Follow-On Offerings

Income Trust Bought Deal Follow-On Offerings (\$50MM - \$200MM) June 1, 2005 to Present						
Issuer	Pricing Date	Size (\$mm)	Underwriting Commission	Discount	Public / Private	Description
Power & Pipeline Funds						
Inter Pipeline Fund	3-Dec-07	\$150.0	4.50%	0.51%	Pub-B	Class A Limited Partnership Units
EPCOR Power L.P.	23-May-07	\$72.9	4.50%	1.54%	Pub-B	Limited Partnership Units
Atlantic Power Corporation	20-Sep-06	\$90.0	5.00%	1.71%	Pub-B	Income Participating Securities (IPs)
EPCOR Power L.P.	7-Apr-06	\$56.9	4.50%	0.45%	Pub-B	Limited Partnership Units via Subscription Receipts
Northland Power Income Fund	7-Mar-06	\$175.1	5.00%	2.51%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Inter Pipeline Fund	11-Jan-06	\$150.0	5.00%	0.60%	Pub-B	Class A Limited Partnership Units
Innerep Power Income Fund	16-Sep-05	\$55.9	5.00%	0.07%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Macquarie Power Income Fund	12-Sep-05	\$64.7	5.00%	1.29%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Average			4.81%	1.09%		
Other Trust						
New Flyer Industries Inc.	18-Mar-08	\$100.0	5.00%	5.02%	Pub-B	Income Deposit Securities (IDSs)
CML Healthcare Income Fund	5-Mar-08	\$50.6	5.00%	1.96%	Pub-B	Trust Units
Crescent Point Energy Trust	11-Dec-07	\$125.6	5.00%	0.74%	Pub-B	Trust Units
Armetec Infrastructure Income Fund	10-Sep-07	\$60.8	5.00%	2.96%	Pub-B	Trust Units
Crescent Point Energy Trust	5-Sep-07	\$165.1	5.00%	3.69%	Pub-B	Trust Units
NAL Oil & Gas Trust	7-Aug-07	\$125.0	5.00%	4.01%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
New Flyer Industries Inc.	20-Jun-07	\$110.1	5.00%	2.99%	Pub-B	Income Deposit Securities (IDSs)
Baytex Energy Trust	29-May-07	\$149.5	5.00%	1.61%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
True Energy Inc.	9-May-07	\$57.5	5.00%	3.17%	Pub-B	Trust Units
BFI Canada Income Fund	19-Mar-07	\$93.0	5.00%	1.25%	Pub-B	Trust Units
Advantage Energy Income Fund	23-Jan-07	\$110.1	5.00%	2.94%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	16-Jan-07	\$70.1	5.00%	2.67%	Pub-B	Trust Units
SFK Pulp Fund	15-Jan-07	\$86.5	5.00%	4.47%	Pub-B	Trust Units
Harvest Energy Trust	11-Jan-07	\$143.8	5.00%	3.07%	Pub-B	Trust Units
Newalta Income Fund	9-Jan-07	\$70.3	5.00%	1.80%	Pub-B	Trust Units
PrimeWest Energy Trust	19-Dec-06	\$149.9	5.00%	2.63%	Pub-B	Trust Units
SFK Pulp Fund	17-Aug-06	\$51.9	5.00%	4.47%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Data Group Income Fund	10-Aug-06	\$53.7	5.00%	3.65%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Duke Energy Income Fund	1-Aug-06	\$108.8	4.50%	1.78%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Advantage Energy Income Fund	10-Jul-06	\$149.2	5.00%	3.44%	Pub-B	Trust Units
Crescent Point Energy Trust	28-Jun-06	\$100.3	5.00%	2.91%	Pub-B	Trust Units
Cineplex Galaxy Income Fund	1-Jun-06	\$83.5	5.00%	0.06%	Pub-B	Trust Units
Davis + Henderson Income Fund	19-May-06	\$116.0	5.00%	2.42%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Student Transportation of America Ltd.	17-May-06	\$60.0	5.00%	1.30%	Pub-B	Income Participating Securities (IPs)
Newport Partners Income Fund	16-May-06	\$75.0	5.00%	1.71%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	9-May-06	\$50.0	5.00%	2.90%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Crescent Point Energy Trust	2-Mar-06	\$75.0	5.00%	1.27%	Pub-B	Trust Units
Newalta Income Fund	15-Feb-06	\$196.0	5.00%	1.58%	Pub-B	Trust Units
Eveready Income Fund	30-Jan-06	\$56.0	5.50%	7.65%	Pub-B	Trust Units
Trilogy Energy Trust	14-Dec-05	\$148.5	5.00%	2.60%	Pub-B	Trust Units
Mullen Group Income Fund	13-Dec-05	\$102.0	5.00%	2.38%	Pub-B	Trust Units
Sequoia Oil & Gas Trust	8-Dec-05	\$50.0	5.00%	2.60%	Pub-B	Trust Units
Trinidad Energy Services Income Trust	30-Nov-05	\$200.0	5.00%	6.10%	Pub-B	Trust Units
Superior Plus Income Fund	29-Sep-05	\$160.0	5.00%	2.94%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Avenir Diversified Income Trust	14-Sep-05	\$196.2	6.00%	1.40%	Pub-B	Trust Units
Shiningsbank Energy Income Fund	8-Sep-05	\$100.2	5.00%	1.89%	Pub-B	Trust Units
Arctic Glacier Income Fund	1-Sep-05	\$50.1	5.00%	2.26%	Pub-B	Trust Units
Peyto Energy Trust	18-Aug-05	\$152.8	5.00%	1.04%	Pub-B	Trust Units
Great Lakes Carbon Income Fund	15-Aug-05	\$178.1	5.00%	2.40%	Pub-B	Trust Units
Chemtrade Logistics Income Fund	2-Aug-05	\$155.0	5.00%	2.08%	Pub-B	Trust Units
Harvest Energy Trust	7-Jul-05	\$175.0	5.00%	2.11%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Cineplex Galaxy Income Fund	29-Jun-05	\$110.0	5.00%	(0.63%)	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
UE Waterheater Income Fund	28-Jun-05	\$105.0	5.00%	1.88%	Pub-B	Trust Units via Subscription Receipts
Medical Facilities Corporation	2-Jun-05	\$71.8	5.00%	1.93%	Pub-B	Income Participating Securities (IPs)
Average			5.02%	2.57%		

2

3 Source : BMO Marchés des capitaux