

FÖRVALTNINGSRÄTTEN  
I LINKÖPING

2015 -12- 1 8

Mål nr \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_Aktbil\_\_\_\_\_

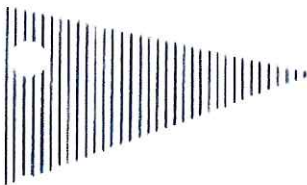
**Bilaga 29**

**BILAGA 1**

Energimarknadsinspektionen:

Uppdaterad WACC för elnätsföretag

26 mars 2014



**EY**

Building a better  
working world

## 1. Kommentarer till synpunkter på vår rapport från 2011

Nätföretagen<sup>2</sup> har anlitat en rad konsulter som haft i uppdrag att beräkna WACC eller kommentera enskilda parametrar. Dessa är Ganslandt, Skogsvik, Johnsen, Jennergren, PwC och KPMG, vilka vi gemensamt benämner "nätföretagens konsulter" eller bara "konsulterna". Här inkluderar vi också nätföretagens juridiska ombud Vinge.

Konsulternas synpunkter på vår rapport från 2011 kan sammanfattas enligt följande.

- ▶ EY har beräknat en "momentan" WACC som inte kan ligga till grund för långsiktiga investeringar. EYs riskfria ränta och kreditriskpremie är historiskt låga och därmed inte lämpliga i ett långsiktigt perspektiv.
- ▶ EY har inte justerat marknadsriskpremien och kreditriskpremien för att reflektera konjunkturen (den låga riskfria räntan).
- ▶ Det är inkonsekvent att beräkna riskfri ränta och kreditriskpremie utifrån momentana observationer och beta, kapitalstruktur och marknadsriskpremie utifrån historiska genomsnitt.
- ▶ Vissa av EYs och Grant Thornton's ("GT") WACC-parametrar överlappar inte och rapporterna förkastar därmed varandra.

Vi bemöter dessa synpunkter nedan.

### Momentan eller långsiktig WACC?

Vårt ursprungliga uppdrag enligt Ei:s önskemål var att lämna en WACC-prognos för vart och ett av åren i tillsynsperioden. Vår bedömning var att detta inte var lämpligt. Vi tog därför fram en WACC som gällde vid tidpunkten för vårt uppdrag i början av 2011, med den 31 december 2010 som datum för aktuella marknadsobservationer och sista datum för historiska tidsserier.

Begreppen "momentan" respektive "långsiktig" WACC har myntats av nätföretagens konsulter och förekommer oss veterligen inte i den finanstvetenskapliga litteraturen. Vi anser inte att vi specifikt har tagit fram en *momentan* WACC, utan vi anser att vi tagit fram en WACC på det sätt som litteraturen föreskriver.

Nätföretagens konsulter kritiserar en "momentan" WACC med argumentet att det låga aktuella ränteläget inte speglar framtida kapitalkostnader och därför riskerar att ge en för låg avkastning i förhållande till framtida avkastningskrav och därmed inte ger incitament till investeringar idag.

Detta resonemang bygger dock på ett missförstånd av CAPM-teorin. En WACC gäller per definition vid en viss tidpunkt. Enligt CAPM bedömer en investerare sitt avkastningskrav och därmed sin förväntade avkastning utifrån den marknadsinformation som finns vid investeringstidpunkten. Den riskfria ränta som gäller vid investeringstidpunkten är vad investeraren förväntas basera sitt beslut på. Detta gäller även vid långsiktiga investeringar.

Nätföretagens konsulter förespråkar en WACC som baseras på en bedömd genomsnittlig långsiktig riskfri ränta (som är högre än nuvarande nivå). Vinge anför t.ex. att en bedömd WACC ska kunna gälla i decennier. En sådan "genomsnittlig" ansats ger dock en för hög avkastning när det aktuella ränteläget är lågt, som i nuläget, medan den ger en för låg avkastning när det aktuella ränteläget är högt. I det sistnämnda fallet kommer minimalt med investeringar att ske av rationella aktörer, alternativt kommer nätföretagen att begära att en ny, högre bedömning av den "långsiktiga" WACC:en görs, se figur nedan. Det framstår därför som olämpligt att försöka bedöma en WACC som ska gälla för en längre tidshorisont än ett fåtal år.

<sup>2</sup> Det är Fortum som är konsulternas formella uppdragsgivare, men även övriga nätföretag åberopar konsullema.

PwC och KPMG, vilka båda förespråkar en 30-årig riskfri ränta, åberopar PwC:s riskpremiestudie<sup>16</sup> som källa till sin bedömda marknadsriskpremie. Det framgår dock av PwC:s studie att cirka 75-92% av de 38 respondenterna inom finanssektorn använder sig av en obligationsränta som är tio år eller kortare, se tabell nedan.

PwC: Val av riskfri ränta

| Andel av respondenter | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Andel 10-årig         | 50%  | 70%  | 79%  | 59%  |
| Andel 5-årig          | 23%  | 18%  | 13%  | 17%  |
| Andel annan           | 27%  | 12%  | 8%   | 25%  |
| Summa                 | 100% | 100% | 100% | 100% |

<sup>16</sup> "Riskpremiön på den svenska marknaden", PwC, mars 2012

PwC:s metod för att beräkna marknadsriskpremien går till på följande sätt: PwC frågar marknadsaktörerna om vilket avkastningskrav de för närvarande tillämpar för en placering på Stockholmsbörsen. Sedan beräknar PwC riskpremien implicit genom att subtrahera den 10-åriga riskfria räntan från medelvärdet av respondenternas avkastningskrav.<sup>17</sup>

Vi kan därför slå fast följande:

1. Det är en minst lika etablerad praxis bland marknadsaktörer att använda en tioårig riskfri ränta som en trettioårig.
2. Om man använder sig av PwC:s marknadsriskpremie är en tioårig riskfri ränta den rimligaste löptiden.
3. PwC:s och KPMG:s riskfria ränta är inte konsistent med deras valda marknadsriskpremie. Felet leder sannolikt till att PwC och KPMG överskattar WACC:en.

EY:s prognos av riskfri ränta för tillsynsperioden

Vi bedömer den riskfria räntan i ett intervall där minvärdet utgörs av en 10-årsränta och maxvärdet av en 30-årsränta. Då vi gjorde vår WACC-bedömning i början av 2011 observerade vi att den svenska 30-årsobligationen uppvisade mycket små handelsvolym och därför inte lämpade sig att ligga till grund för den riskfria räntan. I slutet av 2011 handlades dock denna obligation i tillräckliga volymer för att räntan ska kunna anses tillförlitlig. Vi bedömer att detta intervall av löptider representerar ett rimligt utfallsrum för marknadsaktörers bedömning av den riskfria räntan.

Som vårt minvärde väljer vi Riksbankens prognostiserade 10-årsränta för 2012-2014 från oktober 2011.<sup>18</sup> Vid denna tidpunkt fanns ingen prognos för 2015. Vi antar därför att 2015 års ränta motsvarar 2014. Snittet för de fyra åren blir då 3,45%, se nedan.

Riksbankens prognos för 10-årsräntan

| Procent     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Snitt |
|-------------|------|------|------|------|-------|
| 10-årsränta | 2,40 | 3,40 | 4,00 | 3,40 | 3,45  |

Källa: 2012-2014 Riksbankens, 2015 EY

Det är värt att notera att Riksbanken hösten 2011 alltså gjorde bedömningen att räntorna var på väg uppåt. Denna prognos infriades dock inte, utan den långa räntan fortsatte sjunka. Mer om detta i slutet av denna rapport.

<sup>16</sup> "Riskpremiön på den svenska marknaden", PwC, mars 2012.

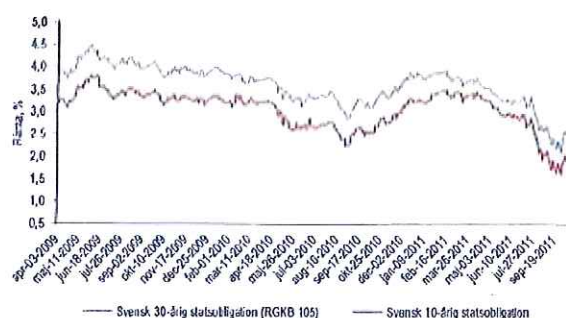
<sup>17</sup> Se sid 6-7 i PwC:s studie från 2012.

<sup>18</sup> Riksbanken, Penningpolitisk rapport, oktober 2011, s. 54



I vårt max-scenario lägger vi till ränteskillnaden mellan en 30-årig och 10-årig statsobligation för att illustrera en implicit 30-årsränta utifrån Riksbankens prognos, se diagram nedan. Denna skillnad uppgick under perioden 2009-04-03<sup>19</sup> till 2011-10-28 till 0,56%, vilket ger en riskfri ränta på 4,01%.

Ränta för svensk 30-årig respektive 10-årig statsobligation



Källor: Capital IQ

#### Aktiemarknadsriskpremie

Vi bedömer aktiemarknadens riskpremie till 5% i enlighet med vår analys från 2011. Eftersom vårt val av riskfri ränta bygger på en tro på en återgång till högre räntenivåer gör vi ingen justering av marknadsriskpremien med anledning av vår observation att den implicita riskpremien enligt Damodaran ökat under 2011.<sup>20</sup>

#### Särskild riskpremie

I vår rapport 2011 var vår bedömning att olika marknadsaktörer trots att man tillämpar samma teoretiska ramverk kan göra olika bedömningar om avkastningskravet, och att denna subjektivitet bör reflekteras i form av ett osäkerhetsintervall om 0-1% benämnd "särskild riskpremie". Vi kopplar dock inte denna premie till någon särskild faktor, såsom storlek eller illikviditet, eftersom vi inte anser dessa faktorer är relevanta i samband med nätregleringen.

#### Ingen småbolagspremie eller illikviditetspremie

Vi gjorde bedömningen att det inte bör appliceras någon storleksrelaterad premie trots att många nätbolag är små. Motiveringen var att det inte vore rimligt att små bolag skulle få en högre intäktsram än stora bolag och att regleringen syftar till att låta de effektivaste företagen styra intäktsramen.

PWC:s enkätundersökning om tillämpade småbolagspremier på marknaden generellt påvisar olika premier för bolag med börsvärde under 5 miljarder kr, men ingen storlekspremie vid börsvärden över 5 miljarder kr. De tre största nätföretagen, E.ON, Fortum och Vattenfall, som tillsammans har drygt hälften av alla nätkunder i landet, torde ha marknadsvärden som vida överstiger 5 miljarder kr. Om man skulle anse att en generell småbolagspremie (alltså gällande alla företag) är rimlig baserad på att det typiska nätbolaget är litet skulle alltså hälften av Sveriges nätkunder (de som tillhör de tre stora bolagen) få betala för höga nätpriser.

<sup>19</sup> Denna obligation började handlas omkring detta datum.

<sup>20</sup> Som en upplysning kan nämnas att Damodaran's riskpremie sjönk från 6,01% 2011 till 5,78% 2012 och 4,96% 2013. Källa: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>