

PwC Deals

***Kommentarer till
expertutlåtanden
februari 2017***

26 april 2017

Innehåll

1. Introduktion	2
1.1. Bakgrund.....	2
1.2. Uppdrag.....	2
1.3. Begränsningar	2
2. Tidsperspektivet för regulatorisk WACC i gasnätsregleringen	3
2.1. Konjunkturinstitutets långsiktspå prognos över 10-årig statsobligationsränta.....	3
2.2. Fyraårigt tidsperspektiv eller 9-årigt tidsperspektiv vid beräkning av riskfri ränta	4
2.2.1. Ei:s syn på stabila förutsättningar	5
3. Löptidsdifferensen	6
3.1. Regulatoriska aspekters påverkan på löptidsdifferensen	6
4. Marknadsriskpremien	8
5. Kontaktinformation	9
6. Källförteckning	10

1. Introduktion

1.1. Bakgrund

I oktober 2014 beslutade Energimarknadsinspektionen ("Ei") om intäktsramar för perioden 2015-2018. Besluten grundar sig på en WACC om 6,26 procent. Swedegas AB ("Swedegas" eller "Uppdragsgivaren") med flera andra naturgasföretag har överklagat Ei:s beslut och den 1 februari 2016 meddelade förvaltningsrätten i Linköping sin dom rörande fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 enligt naturgaslagen (2005:403) ("Gasnätsdomen"). I Gasnätsdomen fastställs att den reala kalkylräntan före skatt ska uppgå till 6,82 procent.

Gasnätsdomen har överklagats till kammarrätten som kommer att pröva målet. Den 15 februari 2017 inkom Ei med ett yttrande i målet. I detta yttrande hänvisas till sakkunnigutlåtanden framtagna av EY respektive Montell & Partners som ingivits i samband med överklagande av förvaltningsrättens dom i elnätsmålen som meddelades den 14 december 2016 ("Elnätsdomen").

1.2. Uppdrag

PwC har tillställts Ei:s yttrande per den 15:e februari 2017 samt sakkunnigutlåtanden från EY och Montell & Partners. På uppdrag av Swedegas har PwC ombetts att kommentera de av Ei ingivna utlåtandena (tillsammans "Konsultrapporterna"):

- EY, "Energimarknadsinspektionen: WACC för nätföretag - Perspektiv på löptidspremie och marknadsriskpremie"
- Montell & Partners, "Övergripande analys med avseende på riskfri ränta och tidsperspektivet vid beräkning av kalkylränta för elnätsverksamhet"

1.3. Begränsningar

Detta sakkunnigutlåtande har gjorts på uppdrag av Swedegas. Utlåtandet har upprättats för det syfte som redovisats ovan och PwC accepterar inget ansvar för användning till andra ändamål än detta. PwC ansvarar enbart gentemot vår Uppdragsgivare och tar inget ansvar för hur detta utlåtande kan komma att användas av andra parter och i andra sammanhang.

Beräkningar och analyser i rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material. Därav har analyserna inslag av vår professionella bedömning.

2. Tidsperspektivet för regulatorisk WACC i gasnätsregleringen

2.1. Konjunkturinstitutets långsiktsprognos över 10-årig statsobligationsränta

Såväl EY som Montell & Partners framför kritik mot att tillämpa Konjunkturinstitutets ("KI") 9-åriga prognos¹ över räntan på en 10-årig statsobligation som underlag för den riskfria räntan i samband med beräkning av ett rimligt avkastningskrav för nätsverksamhet. De skäl som framför allt förs fram i Konsultrapporterna är:

- Att KI:s prognos har låg överensstämmelse med faktiskt utfall
- KI:s prognos beaktar inte den långsiktiga trenden med sjunkande realränta och en förändrad jämviktsräntenivå
- Att prognosen inte utgör ett marknadsnoterat instrument
- Att räntekurvan förändras under prognosperioden

Under de perioder som analyserats i Konsultrapporterna har räntan varit stadigt sjunkande. KI såväl som andra prognosinstitut har under denna period haft en tro på en återgång i räntenivån mot mer normala nivåer vilket speglas i deras prognoser.

Precis som förvaltningsrätten påpekar är det naturligt att prognoser över räntan i ett lågränteläge är mot högre räntenivåer på sikt likväl som att prognoser över räntan i ett högränteläge ofta är mot lägre ränta på sikt. Därav kan analys av en period med sjunkande och historiskt låga räntenivåer ge en missvisande bild av att prognoser alltid överskattar faktiskt utfall och att jämviktsräntan alltid är högre än faktisk räntenivå. Utgångspunkten för jämviktsräntan är räntenivån i en ekonomi som är i jämvikt. Den borde även utgöra den genomsnittliga räntan över tiden beräknad som genomsnittlig ränta över såväl hög- som lågkonjunktur.

Montell & Partners framhåller även att den långsiktiga trenden för realräntan är sjunkande och att detta kan påverka synen på jämviktsräntan. Vi har under en lång period haft en stadig trend med sjunkande realräntor och KI, såväl som andra analys- och forskningsinstitut, har analyserat huruvida detta fenomen är ett resultat av konjunkturella förändringar eller en mer varaktig justering av räntenivån. Vid tidpunkten för Ei:s beslut om WACC i såväl elnätsregleringen 2016-2019 som gasnätsregleringen 2015-2018 gjorde KI dock bedömningen, att det inte fanns tillräckligt stöd för att justera sin syn på jämviktsräntenivån på 4,6 procent.

KI har vid publicering av prognosen per mars 2017² valt att justera sitt jämviktsläge för den 10-åriga statsobligationsräntan till 3,6 procent. Detta visar på att KI ständigt analyserar och överväger huruvida nivån på jämviktsräntan ska justeras.

Som PwC tidigare påpekat bör även en långsiktigt stabil WACC justeras då fundamentala förändringar sker på marknaden. En förändrad syn på den långsiktiga jämviktsräntan är en fundamental marknadsförändring som ska beaktas vid bedömning av det långsiktiga stabila avkastningskravet. Med det av förvaltningsrätten tillämpade 9-åriga tidsperspektivet för att beräkna den riskfria räntan kommer en förändring i jämviktsräntan att beaktas, varpå vi inte ser några skäl till att behöva ändra metoden för att bestämma den riskfria räntan utifrån att synen på jämviktsnivån på riskfri ränta ändras.

Kritik framförs även mot att KI:s ränteprognos inte utgör ett marknadsnoterat instrument. Regleringen som sådan, med en ex ante reglering och WACC som ska ligga fast över en fyraårsperiod, medför att man måste göra anpassningar utifrån hur WACC traditionellt beräknas. Att fastställa avkastningskravet på förhand medför bland annat att man inte kan utgå från en marknadsnotering då man inte vet vad räntan på detta instrument kommer vara då WACC:en ska tillämpas. Reglermodellen medför även att det vore felaktigt att utgå från en aktuell marknadsnotering då denna säger väldigt lite om hur räntan kommer att vara under den kommande

¹ KI publicerar en 10-årig prognos över räntan på en 10-årig statsobligation. Då WACC liksom intäktsramarna ska fastställas på förhand är det dock endast relevant att analysera första året i reglerperioden och framåt varför endast 9 år av KI:s prognos använts som underlag för beräkning av den riskfria räntan

² KI, "Konjunkturläget 2017", mars 2017

reglerperioden. Historisk genomsnittlig ränta är inte heller att föredra till följd av att WACC:en ska vara framåtblickande. PwC anser därför att det som ligger närmast till hands och är så nära det som teorin föreskriver är att utgå från en prognos över ett marknadsnoterat instrument, vilket KI:s prognos utgör. Detta förefaller även vara i linje med Ei:s synsätt då även de har valt att utgå från en prognos av den 10-åriga statsobligationsräntan vid beräkning av riskfri ränta i regleringen.

EY hänvisar även till att KI:s prognos är olämplig att använda till följd av att räntekurvan förändras under prognosperioden. PwC finner att det är naturligt att räntebanan justeras och att detta visar på att KI ständigt och inför varje prognos gör en analys av hur räntan kommer att utvecklas och i vilken takt räntan kommer att justeras mot det bedömda jämviktsläget.

Sammantaget finner vi att en prognos över en marknadsnoterad ränta utgör ett gott underlag för beräkning av riskfri ränta i samband med gasnätsreglering. KI:s prognos över räntan på en 10-årig statsobligation är i linje med övriga prognosinstituts och har den fördelen att den uppdateras regelbundet och är långsiktig över 10 år. Såväl jämviktsnivån som räntebanans utformning analyseras och justeras i KI:s prognos baserat på genomförda analyser varför vår bedömning är att KI:s prognos mycket väl kan utgöra underlag för bedömning av den riskfria räntan i regleringen förutsatt att en löptidsdifferens tillämpas för att kompensera för en längre löptid som mer motsvarar tillgångarnas livslängd.

2.2. Fyraårigt tidsperspektiv eller 9-årigt tidsperspektiv vid beräkning av riskfri ränta

I såväl Gasnätsdomen som Elnätsdomen fann förvaltningsrätten att ett långsiktigt stabilt perspektiv ska användas vid fastställande av parametrarna i kalkylränteberäkningen. I detta avseende var det förvaltningsrättens bedömning att det 4-åriga tidsperspektivet som Ei tillämpat var alltför kortsiktigt för att medge stabilitet i avkastningskravet. För att erhålla mer stabila förutsättningar och undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag på kalkylräntan, valde förvaltningsrätten i såväl Gasnätsdomen som Elnätsdomen att basera den riskfria räntan på en 9-årig prognos framtagen av Konjunkturinstitutet ("9-årigt tidsperspektiv").

Trots detta har Ei i sitt yttrande den 15 februari 2017 yrkat att utgångspunkten för beräkning av WACC för gasnätsverksamhet ska vara den 4-åriga reglerperioden. Av detta följer att Ei fortsatt anser att den riskfria räntan ska beräknas baserat på KI:s prognos för en fyraårsperiod, 2015-2018 ("4-årigt tidsperspektiv").

Det 9-åriga tidsperspektivet beaktar såväl aktuella marknadsförutsättningar som jämviktsnivån och får anses vara en kompromiss mellan parternas yrkanden vad gäller fastställande av riskfri ränta. Att fastställa den riskfria räntan baserat på en prognos som både beaktar rådande marknadsläge och ett långsiktigt jämviktsläge leder till större stabilitet i såväl lågränte- som högräntelägen än vad det 4-åriga tidsperspektivet möjliggör.

Konsultrapporterna lyfter fram att det 4-åriga tidsperspektivet är att föredra då denna metod beaktar marknadens aktuella syn på ränteläget i det korta perspektivet. Metoden medför dock mer volatil avkastningskrav än det 9-åriga tidsperspektivet och är mer känslig för vid vilken tidpunkt som beräkning av riskfri ränta görs baserat på den vid denna tidpunkt gällande kortsiktiga prognosen. Detta är inte i linje med de stabila förutsättningar som såväl förvaltningsrätten som kammarrätten beslutat kring i tidigare domar.

Ytterligare ett argument som i Konsultrapporterna har förts fram till stöd för att det 4-åriga tidsperspektivet ska tillämpas, är att detta perspektiv innebär en värdesäkring av tillgångarna.

PwC ifrågasätter relevansen i detta argument då ägandet i gasnätstillgångar är långsiktigt och en värdesäkring var fjärde år sannolikt är ointressant ur ett ägarperspektiv. En värdesäkring i det längre perspektivet, motsvarande investeringshorisonten, är det som i så fall skulle vara av intresse. PwC anser dessutom inte att det fyraåriga tidsperspektivet som Ei förespråkar innebär en marknadsmässig värdesäkring. Detta eftersom det regulatoriska avkastningskravet inte uppdateras löpande för att spegla vid var tid gällande avkastningskrav på marknaden, vilket är det som förutsätts för att erhålla en marknadsmässig värdesäkring av de underliggande tillgångarna.

Därutöver krävs för att en marknadsmässig värdesäkring ska ske att det marknadsmässiga avkastningskravet på tillgångarna anpassas efter gällande marknadsförutsättningar. En investering i gasnätstillgångar är en långsiktig investering och det är orimligt att refinansiering av alla tillgångar ska ske vid ingången av varje ny reglerperiod. Därmed kommer det marknadsmässiga avkastningskravet inte att anpassas och en marknadsmässig värdesäkring ej erhållas.

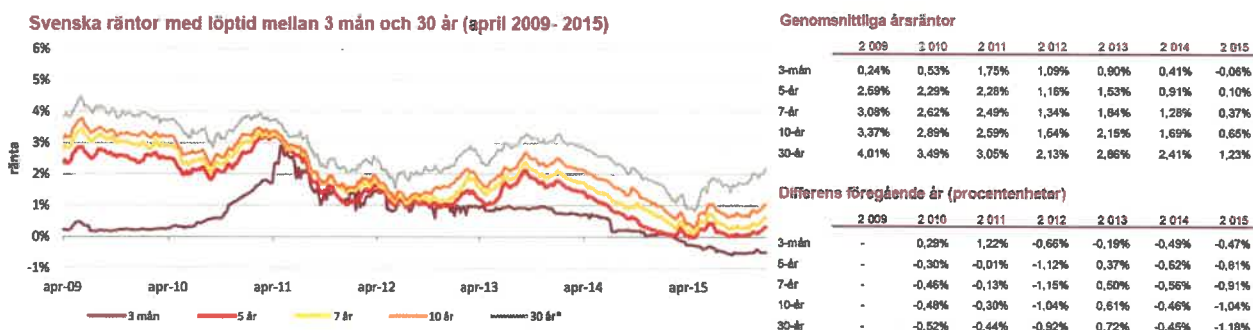
2.2.1. Ei:s syn på stabila förutsättningar

I Ei:s yttrande från februari 2017³ anges att det råder enighet om vikten av att beräkning av avkastningskravet enligt WACC-metoden ska syfta till att skapa stabila och långsiktiga villkor för naturgasföretagen och deras kunder. Ei menar att stabilitet erhålls genom:

- att tillgångarnas livslängd och löptiden för parametrarna vid beräkning av WACC är lång
- att en repetitiv, förutsägbar och transparent metod för beräkning av WACC medför stabila och långsiktiga villkor

PwC håller med om att såväl löptiden för WACC-parametrarna bör vara lång, som att metoden för beräkning av avkastningskravet ska vara repetitiv, förutsägbar och transparent. Dock anser vi inte att ovanstående argument som framförts av Ei innebär att stabila förutsättningar erhålls i enlighet med förvaltningsrättens dom.

Ekonomisk teori föreskriver att löptiden ska vara lång och motsvara de underliggande tillgångarnas livslängd. Detta gäller oavsett tidsperspektiv för avkastningskravet, d.v.s oavsett om en momentan WACC, ett 4-årigt eller 9-årigt tidsperspektiv tillämpas eller en långsiktigt stabil WACC ska beräknas. En lång löptid för de underliggande parametrarna såsom riskfri ränta innebär dock inte per automatik att avkastningskravet är stabilt. Som kan ses i tabell och diagram nedan så varierar även den långfristiga räntan stort. Vid jämförelse av förändring i genomsnittlig ränta på årsbasis kan man inte heller se att variationen i den 30-åriga räntan är lägre än för räntor med kortare löptid. En lång löptid på den riskfria räntan innebär därmed inte stabilitet i avkastningskravet på det sätt som förvaltningsrätten beskriver då även en ränta med lång löptid påverkas av konjunkturförändringar.



Källa: Bloomberg, Capital IQ, Riksbanken

Figur 1 Riskfri ränta med varierande löptider på den svenska marknaden under mars 2009- 2016 samt genomsnittliga årsräntor och variation i dessa från föregående år

Metoden i såväl det 4-åriga tidsperspektivet som det 9-åriga tidsperspektivet är repetitiv och transparent. En repetitiv, förutsägbar och transparent metod innebär dock inte att stabilitet erhålls i nivån på avkastningskravet som förvaltningsrätten förordar. Stabilitet i avkastningskravet erhålls genom att bortse från kortsiktig konjunkturrell påverkan genom att exempelvis anlägga ett längre tidsperspektiv såsom det 9-åriga tidsperspektivet eller tillämpa en jämviktsränta. Oaktat tidsperspektivet ska löptiden för den underliggande tillgången motsvara investeringens tidshorisont.

³ Energimarknadsinspektionen, Yttrande i mål nr 427-16 och 428-16

3. Löptidsdifferensen

Enligt WACC-teori ska den underliggande tillgångens livslängd vara styrande för vilken löptid den riskfria räntan ska ha. Då WACC beräknas ex ante för en period om fyra år, måste räntan baseras på en prognos av framtida långfristig ränta med motsvarande löptid som tillgångens livslängd. I det fall den riskfria räntan baseras på en prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan är det motiverat att tillämpa en löptidspremie för att beakta livslängden på gasnätstillgångar.

Vi har i vår tidigare rapport⁴ analyserat löptidspremien eller löptidsdifferensen som vi fortsättningsvis benämner den, mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och funnit stöd för en löptidsdifferens på åtminstone 0,6 procent.

Ei har vänt sig mot tillämpningen av en löptidsdifferens trots att gasdistribution- och transmissionstillgångar är långsiktiga tillgångar med en livslängd upp till 90 år. Ei anger i sitt yttrande:

”Ei har aldrig ifrågasatt att investeringar i gasnät är långsiktiga. Långsiktigheten beaktas dock, enligt vedertagen metod för beräkning av WACC, genom den underliggande tillgångens löptid.”

Oaktat ovan uttalande beaktar Ei inte den underliggande tillgångens löptid utan tillämpar en löptid för den riskfria räntan på 10 år.

I Sverige finns inga prognoser över räntor med längre löptid än 10 år, varför det blir relevant vid bedömning av avkastningskravet för nätverksamhet att tillämpa en löptidsdifferens för att estimerar en prognos över en riskfri ränta med längre löptid än 10 år.

Vill man vid bedömning av löptidsdifferensen utgå från marknadsnoterade instrument med hög likviditet är en statsobligation med 30-årig löptid det instrument i Sverige som bäst motsvarar gasnätens livslängd.

Metoden för beräkning av löptidsdifferensen är i vår mening enkel, tydlig och repetitiv. Då den svenska 30-åriga statsobligationen noterades först 2009 och det ännu inte finns riktigt lika lång historik för denna löptid som vid bedömning av jämviktsslagen för andra parametrar valde vi i vår tidigare rapport⁵ att också analysera andra länders löptidsdifferenser över längre perioder för att bekräfta nivån på löptidsdifferensen på den svenska marknaden. Analys av löptidsdifferensen i Tyskland, Storbritannien och USA gav stöd för den beräknade löptidsdifferensen på den svenska marknaden. Vid bedömning av löptidsdifferensen inför nästa reglerperiod kommer längre historik finnas tillgänglig avseende den svenska statsobligationen med 30-årig löptid varför vi anser att löptidsdifferensen då kan baseras till fullo på en beräkning av genomsnittlig löptidsdifferens på den svenska marknaden.

3.1. Regulatoriska aspekters påverkan på löptidsdifferensen

Det är egentligen inte ifrågasatt att räntor med längre löptid har högre ränta än räntor med kort löptid. Löptidsdifferensen uppkommer till följd av en rad orsaker bl.a. förväntningar om framtida kort ränta och premie för att binda kapital på lång sikt.

EY skriver i sin rapport att om de regulatoriska aspekterna beaktas så bör en löptidsdifferens inte tillämpas. EY menar att eftersom kalkylräntan uppdateras vart fjärde år, så ska de reglerade verksamheterna inte kompenseras för realränterisken. EY anser inte heller att inflationsrisk ska beaktas då kalkylräntan i regleringen är real.

PwC har i tidigare utlåtande⁶ beskrivit att det är skillnaden mellan riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid som ska utgöra utgångspunkten för en löptidsdifferens vid bedömning av riskfri ränta i regleringen.

⁴ PwC, Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet, maj 2016

⁵ Ibid.

⁶ PwC, Kommentarer - Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet, oktober 2016

Enligt den metod som tillämpas för att beräkna WACC i regleringen, beräknas en nominell WACC som sedan genom Fishersambandet⁷ och förväntad inflation konverteras till en real WACC som är den som tillämpas vid beräkning av gasbolagens kapitalkostnader.

Givet metoden för att beräkna WACC med utgångspunkt i en nominell ränta, så anser vi att oaktat vad löptidsdifferensen består av och dess komponenter så ska de ingå vid en bedömning av nominell 30-årig ränta och därav även vid bedömning av löptidsdifferensen.

Förväntan om utveckling i kort ränta samt inflationsrisk påverkar alla långfristiga räntor även den med 10-årig löptid. Det vore ytterst inkonsekvent att beakta dessa aspekter vid bedömning av den 10-åriga räntan men inte vid bedömning av den 30-åriga och därmed i löptidsdifferensen. PwC anser inte heller att de regulatoriska förutsättningarna med en uppdatering av det regulatoriska avkastningskravet vart fjärde år är grund för att inte medge kompensation för realränterisken av den enkla anledning att ägare och långgivare till gasnättillgångarna inte har möjlighet att justera sina avkastningskrav vart fjärde år.

⁷ Fishersambandet är en matematisk formel som beskriver sambandet mellan reala och nominella räntor, $(1 + r_{\text{änta}_{\text{real}}}) = (1 + r_{\text{änta}_{\text{nom}}}) / (1 + \text{inflation})$.

4. Marknadsriskpremien

Vi har i tidigare utlåtande avseende löptidsdifferensen⁸ beskrivit att vi anser att marknadsriskpremien på den svenska marknaden i ett normalt marknadsläge uppgår till ca 5,0 procent. Detta är i linje med vad genomsnittet av marknadsriskpremiestudien ger. PwC:s syn är även att den genomsnittliga nivån på 5,0 procent alltså kan användas även vid en tillämpning av en löptidsdifferens.

Vi anser även att EY:s yttrande ger stöd för denna nivå på marknadsriskpremien då EY:s konklusion är att om en löptidsdifferens på 0,3 procent tillämpas är en rimlig marknadsriskpremie 4,95 procent.

⁸ PwC, Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet, maj 2016

5. Kontaktinformation

Anna Elmfeldt

Head of Energy, Utilities & Mining

anna.elmfeldt@pwc.com

+46(0)70-929 41 66

Jon Walberg

Partner Valuation & Analysis

jon.walberg@pwc.com

+46(0)70-929 32 11

"PwC" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.

6. Källförteckning

Energimarknadsinspektionen, *Yttrande i mål nr 427-16 och 428-16*, 15 februari 2017

EY, *Energimarknadsinspektionen: WACC för nätföretag - Perspektiv på löptidspremie och marknadsriskpremie*, 8 februari 2017

Konjunkturinstitutet, *Konjunkturläget 2017*, mars 2017

Montell & Partners Management Consulting, *Övergripande analys med avseende på riskfri ränta och tidsperspektivet vid beräkning av kalkylränta för elnätsverksamhet*, februari 2017

PwC, *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 27 maj 2016

PwC, *Kommentarer - Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 11 oktober 2016