

MONTELL & PARTNERS

Management Consulting

Kommentarer till användningen av globalt index och veckovisa avläsningar vid beräkning av kalkylränta för elnätsreglering enligt intäktramsförordningen för tillsynsperioden 2020-2023

2020-04-20

Innehåll

Introduktion	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Uppdrag.....	1
1.3 Summering och övergripande slutsatser.....	1
1.3.1 Val av veckovisa observationer vid beräkning av tillgångsbeta	1
1.3.2 Hantering av valutaperspektivet vid beräkning av tillgångsbeta....	1
2 Val av veckovisa observationer vid beräkning av tillgångsbeta	2
2.1 Ei:s användning av veckovisa observationer.....	2
2.2 Kommentarer från Energiföretagen Sverige	2
2.3 Kommentarer från Alvarez & Marsal Nordics AB	2
2.4 Innebörden av veckovisa avstämningar	3
2.4.1 Definition av veckovis	3
2.4.2 Val av veckodag	4
3 Hantering av valutaperspektivet vid beräkning av tillgångsbeta.....	7
3.1 Beskrivning av hur MSCI Indexet är uppbyggt.....	7
3.1.1 Översikt av Index.....	7
3.1.2 Beräkning av Index	9
3.2 Konsekvenser av att konvertera till samma valuta	9
3.3 Konsekvenser av att inte konvertera till samma valuta.....	10
3.4 Rekommendation	10
4 Källförteckning.....	11

Introduktion och summering

1.1 Bakgrund

Den 16 augusti 2018 tog regeringen beslut om nya bestämmelser för reglering av elnätsföretagens intäktsramar. De nya bestämmelserna gäller från och med tillsynsperioden som startar år 2020. Inom ramen för 17–26 §§ förordning (2018:1520) (Intäktramsförordningen) har Energimarknadsinspektionen (Ei) använt sig av Weighted Average Cost of Capital (WACC) och Capital Asset Pricing Model (CAPM). I denna metodik ingår bland annat fyra parametrar (skuldandel, kreditriskpremie, tillgångsbeta och aktiemarknadsriskpremie). Ei har under 2018 upphandlat stöd från Montell & Partners med avseende på framtagandet av lämplig data, beräkningar och angreppsätt för dessa parametrar inom ramen för 17–26 §§ i Intäktramsförordningen. För närvarande pågår en domstolsprocess med avseende på intäktsrambesluten och i samband med det har Ei bett Montell & Partners att i mer detalj beskriva de bakomliggande argumenten för några av de rekommendationer som togs fram i 2019 års lämnade konsultrapport.

1.2 Uppdrag

Montell & Partners uppdrag består av att bistå Ei med att ta bemöta de kommentarer som framförts av elföretagen i ovan nämnda domstolsprocess och ge underlag med avseende på:

1. Val av veckovisa observationer vid beräkning av tillgångsbeta
2. Hantering av valutaperspektivet vid beräkning av tillgångsbeta

1.3 Summering och övergripande slutsatser

Under följande två delkapitel presenteras Montell & Partners sina slutsatser i en kort sammanfattning.

1.3.1 Val av veckovisa observationer vid beräkning av tillgångsbeta

Montell & Partners gör bedömningen att användande av veckans alla dagar (rullande betavärde) ej är förenligt med intäktramsförordningen §25 och att den senaste handelsposten "senast betalt" för respektive vecka skall användas vid beräkning av tillgångsbeta. I normalfallet innebär detta att man använder sig av fredagens slutkurs och i de fall börsen ej är öppen skall slutkursen för i fallande skala torsdag, onsdag, tisdag, måndag användas.

1.3.2 Hantering av valutaperspektivet vid beräkning av tillgångsbeta

Montell & Partners gör bedömningen att en omräkning bör göras så att en jämförelse görs i samma valuta med avseende på jämförelsebolag och globalt index. Om en omräkning ej skulle göras medför ett beräkningsfel inträffar eftersom bolagen som ingår i indexet redan har räknats om från lokal valuta till indexets valuta. Ett jämförelsebolag som ingår i index skulle då valutajusteras vid indexets beräkningar, vilket skulle leda till inkonsistens vid jämförelser i lokal valuta.

2 Val av veckovisa observationer vid beräkning av tillgångsbeta

I intäktramsförordningens 25:e paragraf står följande:

"Tillgångsbeta ska bestämmas utifrån ett genomsnitt av jämförelseföretagens aktiekursutveckling i förhållande till ett globalt aktiemarknadsindex för de tio kalenderår som föregår Energimarknadsinspektionens beslut om intäktsram. Beräkningen ska utgå från publicerade veckovärden och aktuella skattesatser för jämförelseföretagen."

2.1 Ei:s användning av veckovisa observationer

Vid beräkning av tillgångsbeta har Ei i enlighet med Montell & Partners rapport "Parametrar till bedömning av kalkylränta för elnät 2020-2023" förordat utgångspunkten att veckovisa observationer skall användas.

2.2 Kommentarer från Energiföretagen Sverige¹

Energiföretagen företräder omkring 400 företag som producerar, distribuerar, säljer och lagrar energi. På uppdrag av 13 av dessa bolag² har Energiföretagen Sverige gjort följande påpekande:

- *Det har betydelse hur de veckovisa observationerna tas fram. Om endast en veckodag används blir det olika resultat beroende på vilken veckodag som används. För att få ett mer stabilt värde kan ett genomsnitt av alla veckans dagar användas.*

2.3 Kommentarer från Alvarez & Marsal Nordics AB³

På uppdrag av Vattenfall Eldistribution AB har Alvarez & Marsal Nordics AB (A&M) gjort följande påpekanden:

- *Förordningen stipulerar att beräkningen ska göras på veckovisa värden. Det framgår inte vilka veckodagar som ska läggas till grund för beräkningen. Ei har utgått från en beräkning av värden från fredag till fredag. Det finns emellertid inget argument för detta val av veckodag.*
- *Val av veckodag borde inte ha någon betydelse för betavärdet och om det har det är detta anmärkningsvärt i sig. Om en veckodag väljs bör det göras någon form av analys eller avstämning att detta inte påverkar beräkningen av betavärdet. Vi har gjort en sådan analys och konstaterar att val av dag har en betydande effekt på skattningen.*
- *Vi har för att illustrera känslighet för val av veckodag beräknat betavärdet för måndag till måndag, tisdag till tisdag och fredag till fredag (det senare enligt Ei:s WACC-beräkning). Vi har även beräknat detta om ett rullande*

¹ Remissvar på Energimarknadsinspektionens förslag till underlag om kalkylräntan för perioden 2020-2023. Ärendenummer: 2019-101437. 2019-04-15.

² Ellevio AB, E.ON Energidistribution AB, Vattenfall Eldistribution AB, Mälarenergi Elnät AB, Göteborg Energi Nät AB, Jönköping Energinät AB, Kraftringen Nät AB, Landskrona Energi AB, Skånska Energi Nät AB, Skellefteå Kraft Elnät AB, Telge Nät AB, Umeå Energi Elnät AB, Ystad Energi AB

³ Alvarez & Marsal Nordics AB. Beräkning av WACC-ränta enligt förordningen. Sakkunnigutlåtande på uppdrag av Vattenfall Eldistribution AB. 2020-02-28.

betavärde dvs. med veckovisa observationer men med rullande veckodagar så att alla veckodagar inkluderas, se Tabell 1.

Periodicitet	Samtliga	R ² >0,1	R ² >0,2
Måndag-måndag	0,35	0,40	0,44
Tisdag-tisdag	0,32	0,38	0,40
Fredag-fredag	0,32	0,40	0,45
Rullande	0,32	0,38	0,40
Genomsnitt	0,33	0,39	0,42

Tabell 1 Beräkning av tillgångsbeta beroende på periodicitet enligt A & M. A&Ms slutsats är att detta indikerar att Ei:s metod att tillämpa veckovisa beräkningar med en vald veckodag innebär en slumpmässighet i beräkningarna relaterat till val av veckodag.

2.4 Innebörden av veckovisa avstämningar

Det kan konstateras att såväl Ei som A&M och Energiföretagen Sverige tolkar §25 i intäktsramsförordningen som att veckovisa värden skall användas för beräkningen av tillgångsbeta men att tillvägagångssättet för att välja vilka dagar som används skiljer sig åt. Skillnaderna i tolkning kan delas upp i två delfrågor som behöver besvaras:

1. Tillåter förordningen att mer än en avläsning görs per kalendervecka (dvs kan en rullande jämförelse av datapunkter med en veckas mellanrum tillåtas)?
2. Om endast en mätpunkt per vecka skall användas - vad är då praxis kring val av mätpunkter vid regelbundna tidsbestämda intervall?

2.4.1 Definition av veckovis

För att kunna göra bedömningen om Intäktsramsförordningen tillåter rullande mätpunkter behöver utgångspunkt tas utifrån innebörden av ordet "veckovis".

Svenska Akademiens har sedan 1874 utgivit ordlistor och deras ordbok (SAOB) är en omfattande historisk ordbok över svenska språket från 1521 till våra dagar och innehåller ca 490 000 ord. I SAOB finns följande beskrivning av ordet veckovis:

"per vecka l. (en gång) varje vecka)"⁴

En annan relevant källa för innebörden av ordet veckovis är *Institutionen för språk och folkminnen* som bland annat har som uppgift att arbeta med språkvård och språkpolitik. I deras uppgift ingår att levandegöra och sprida sin kunskap samt att ge råd i språkfrågor⁵. Institutionen för språk och folkminnen har en frågelåda dit specifika språkfrågor kan lämnas in för klargörande. I frågelådan finns följande fråga med tillhörande svar:

⁴ Svenska Akademiens ordlista publicerad 2014.

http://www.saob.se/artikel/?seek=veckoslut#U_V423_225785 (hämtad 2020-04-06).

⁵ Institutionen för språk och folkminnen. Om oss (uppdaterad 2020). <https://www.isof.se/om-oss.html> (hämtad 2020-04-06).

Fråga: *Betyder årsvis 'en gång om året', eller kan det innebära fler eller färre gånger?*

Svar: *Årsviis betyder 'en gång om året', månadsvis betyder 'en gång i månaden' och veckovis betyder 'en gång i veckan.'*⁶

Med utgångspunkt från dessa två av varandra oberoende källor drar Montell & Partners slutsatsen att användandet av en rullande jämförelse där alla veckans dagar tas i beaktande ej är möjlig då det skulle innebära att en jämförelse görs upp till fem gånger per vecka istället för en.

2.4.2 Val av veckodag

Med utgångspunkt att endast en mätpunkt per kalendervecka får användas finns fem alternativ att välja mellan (måndag, tisdag, onsdag, torsdag och fredag) då de Europeiska börserna ej är öppna under lördagar och söndagar. I detta delkapitel ges ett antal exempel kopplade till såväl praktiska tillämpningar som bakomliggande teori för att belysa vilken dag som kan anses vara mest lämplig att använda vid beräkningen av tillgångsbeta.

2.4.2.1 Praxis utifrån definition av slutkurser

Vid beräkning av tillgångsbeta är det praxis att använda de slutkurser (Close) som en aktuell aktie har för en tidsperiod vid beräkning av tillgångsbeta⁷. På samma sätt beräknas respektive index utifrån de ingående aktiernas slutkurser (Close). Det innebär att man inte använder sig av information som avser hur kurserna utvecklats under perioden utan endast den nivå som den sista handelsposten har för vald period. För daglig aktieinformation kallas detta värde för "senast betalt" och jämförs oftast med föregående dags "senast betalt" under benämningen "Ändring, betalkurs"⁸.

På samma sätt bör veckovisa mätvärden med samma utgångspunkt använda sig av värdet från den sista handelsposten för innevarande vecka. Vilken dag som är veckans sista börsdag definieras utifrån den internationella standard som tagits fram av "International Organisation for Standardization" (ISO).

ISO 8601 är en internationell ISO-standard för angivelse av datum, tid och tidsintervall, med syfte att kunna ange dessa entydigt. I denna standard definieras en kalendervecka som "sju kalenderdagar som börjar med måndag och slutar med söndag"⁹. För att summera utfallet för en given kalendervecka bör därför den senaste dagen i kalenderveckan användas vid utvärdering. På Europeiska börser är fredagen den sista börsdagen i veckan varför det är rimligt att använda denna dag för veckovisa avläsningar.

⁶ Institutionen för språk och folkminnen. Frågelådan (uppdaterad 2019).

https://www.isof.se/sprak/sprakradgivning/frageladan.html?url=384970368%2Fcgi-bin%2Fsrfl%2Fvisasvar.py%3Fsok%3Dveckovis%26svar%3D51962%26log_id%3D628612&sv.url=12.c17e514db30bb2a810ea (hämtad 2020-04-06).

⁷ Damodaran, Aswath. Estimating Risk Parameters.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf> (hämtad 2020-04-06).

⁸ Så läser du tabellerna. Dagens Industri. 2020-04-07.

⁹ ISO. Online browsing platform. ISO 8601-1:2009 (§3.1.1.16) (uppdaterad 2019).

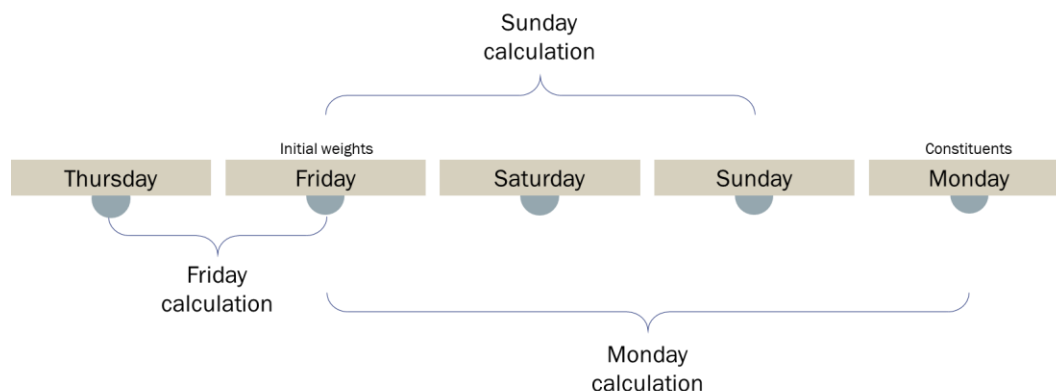
<https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:8601:-1:ed-1:v1:en> (hämtad 2020-04-06).

2.4.2.2 Veckovisa tidsserier utanför finanssektorn

För att fastställa praxis kring vilken dag som används vid veckovisa mätpunkter kan det vara av intresse att undersöka praxis inom index framtagna även för användare utanför den finansiella sektorn. Prognos MKA har varit verksamt sedan 1983 och dess grundare har en bakgrund från statistikmyndigheten SCB. Prognos MKA är idag ett av Sveriges ledande företag när det kommer till index och erbjuder sina kunder tillgång till över 6000 olika index med underlag från mer än 60 länder. Dessa index inkluderar allt ifrån råvaror till tulldata, produktionsindex och lönekostnader. 75 av de ingående indexen mäts veckovis och samtliga av dessa har fredagar som mätpunkt. I det fall en mätpunkt saknas används den senast tillgängliga mätpunkten i veckan¹⁰. Det kan därmed konstateras att val av fredagar är praxis inom framtagande av veckovisa indexserier även utanför den finansiella sektorn.

2.4.2.3 MSCI Index

Internationella aktieindex, som exempelvis indexet MSCI World Index beräknas utifrån en handelsvecka, måndag till och med fredag, där kursen på den sista handlade aktieposten definierar den dagliga, respektive veckovisa avkastningen¹¹. I en del länder så är fredagen stängd av religiösa skäl för handel medan söndagen är öppen. I dessa tillfällen beräknas indexvikter och avkastningen innan börsöppning på måndagen och inkluderar därmed söndagens förändringar på dessa marknader enligt följande modell, se Figur 1.



Figur 1 Beräkning enligt MSCI Index Calculation Methodology

Marknadspraxis är alltså att definiera en handelsvecka utifrån tankegången måndag till fredag, med justeringar till sista handelsdag före fredagen då det inte sker handel på fredagar.

2.4.2.4 Aktiekurser och index

NasdaqOMX har ett antal olika index varav OMX30 (med Stockholmsbörsens 30 största bolag i marknadsvärde inkluderade) är det mest kända indexet. Detta beräknas på daglig basis utifrån slutkurs (sista handlade aktiepost). Praxis vid beräkning och rapportering av veckovis avkastning av OMX30 är att beräkna utifrån en handelsvecka måndag till fredag, där sista handlade posten på fredag

¹⁰ Mannheimer, Jacob; VD Prognos MKA AB. Intervju 2020-04-06.

¹¹ MSCI. 2019. MSCI Index Calculation Methodology.

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_IndexCalcMethodology_Aug2019.pdf (Hämtad 2020-04-09).

sätter slutkursen. Om det inte sker någon handel under fredagen så är det föregående handelsdag som används istället, vilket då enligt marknadspraxis brukar benämnas som en 'förkortad handelsvecka'¹².

2.4.2.5 Optioner, terminer, futures

Praxis för svenska aktie- och indexderivat (optioner och terminer) är att slutdagen (oftast lika med lösendagen) är tredje fredagen för respektive slutmånad¹³. Om denna dag inte är en bankdag infaller slutdagen närmast föregående bankdag. NASDAQ OMX Stockholm AB ("NASDAQ") är både handelsplats och clearinghus, vilket innebär att NASDAQ sätter upp regler och har standardiserade villkor för att handla olika instrument och samtidigt se till att motpartsrisken vid transaktioner blir hanterad.

I tillägg till standardiserade optioner och terminer med månadslösen så tillhandahåller NASDAQ också veckooptioner som handlas på samma sätt som vanliga månadsoptioner på den svenska derivatbörsen¹⁴. För veckooptioner på index skiljer sig kontantavräkningen på slutdagen som normalt är en fredag på så sätt att den sker mot ett genomsnittsindex som beräknas under en timme mellan kl. 15 och 16 på slutdagen. För veckooptioner på aktier sker leverans av underliggande aktier på slutdagen vid lösen, precis som för vanliga månadsoptioner. Sammanfattning och rekommendation

Montell & Partners kan, precis som påtalas av A&M och Energiföretagen Sverige, konstatera att utfallet vid beräkning av tillgångsbeta skiljer sig något åt beroende på val av veckodag som analysen baseras på. De beräkningar som används för framtagande av tillgångsbeta bör därför baseras på praxis i den mån det är möjligt inom ramen för riktlinjerna i Intäktramsförordningen .

Utifrån Intäktramsförordningen §25 gör Montell & Partners bedömningen att analys av rullande veckovärden ej är förenligt med förordningens föresats om att endast veckovisa (dvs en mätpunkt per vecka) mätpunkter skall användas. Vidare styrker ovan gjorda observationer att fredagar kan anses vara praxis såväl inom den finansiella sektorn som utanför. Montell & Partners rekommenderar därför att veckovisa mätningar baserat på fredagens slutkurs "senast betalt" skall användas för beräkning av tillgångsbeta.

2.4.2.5.1 Veckor då aktuell börs är stängd på fredagar

I de fall som börsen är stängd på en fredag på grund av helgdag rekommenderas att använda veckans senast genomförda handelspost.

Under den analyserade perioden 2009-2018 finns det ett mindre antal veckor där börsen är stängd på fredagar och en annan dags slutvärde behöver

¹² Lindblad, Jonas, Åkerman, Felicia. 2016. Stockholmsbörsen: Probi rusade på storaffär. <https://www.di.se/artiklar/2016/6/7/stockholmsborsen-probi-rusade-pa-storaffar/> (Hämtad 2020-04-06).

¹³ Nasdaq Inc. Veckooptioner.

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/veckooptioner> (Hämtad 2020-04-09)

¹⁴ Nasdaq Inc. Hur är derivatmarknaden uppbyggd?

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/hurarderivatmarknadenuppbbyggd> (Hämtad 2020-04-09)

användas för att representera veckan. Summeringen av antal veckodagar som används för den aktuella perioden summeras i Tabell 2.

Jämförelsebolag	Fredagar	Torsdagar	Onsdagar	Tisdagar	Måndagar	Totalt
Terna SPA	500	16	5	1	0	522
National Grid PLC (brutet räkenskapsår)	504	14	5	0	0	523
Elia System Operator SA	501	15	6	0	0	522
Red Eléctrica Corporación SA	501	16	5	0	0	522
REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.	502	15	5	0	0	522
C.N. Transelectrica	482	25	11	2	0	520

Tabell 2 Fördelning av antal veckodagar som representerar veckans senaste avslut under perioden 2009-2018 för respektive jämförelsebolag. Antalet mätpunkter skiljer sig för National Grid på grund av brutet räkenskapsår (april-mars) och för CN Transelectrica på grund av helgdagar som gör att en mätpunkt hamnar på 2008 och en vecka helt saknar mätvärde i årsskiftet 2009/2010.

3 Hantering av valutaperspektivet vid beräkning av tillgångsbeta

I Intäktramsförordningens 25:e paragraf tydliggörs att tillgångsbeta skall beräknas utifrån jämförelseföretagens aktiekursutveckling i förhållande till ett globalt aktiemarknadsindex. Genom att jämföra med ett globalt index skapas en situation där man behöver hantera valutaeffekterna i ett globalt index jämfört med en aktiekursutveckling i lokal valuta. Detta bör göras för att i så stor utsträckning som möjligt likna praxis där tillgångsbeta beräknas genom jämförelse av en aktiekursutveckling med ett lokalt index där båda har datapunkter i samma valuta.

Frågeställningen som behöver besvaras är:

- Skall respektive aktiekurs översättas till samma valuta som det globala indexet eller skall en jämförelse med olika valutor göras?

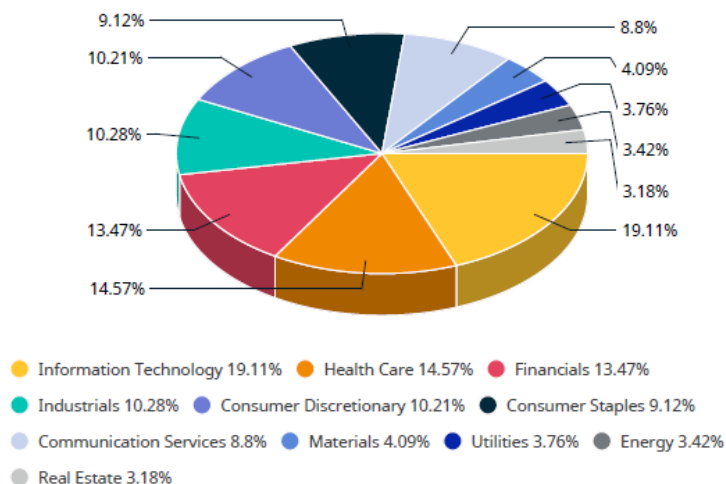
3.1 Beskrivning av hur MSCI Indexet är uppbyggt

3.1.1 Översikt av Index

MSCI World är uppbyggt av en portfölj med stora och mellanstora bolag i 23 utvecklade marknader med totalt 1643 ingående bolag¹⁵. Indexet täcker ca 85% av marknadsvärdet, justerat för andelen fritt omsättliga värdepapper (free float), i respektive land. Indexet har som mål att täcka hela marknaden och inkluderar därmed alla branscher från IT till hälsovård. Elnätbolag förväntas ingå i branscherna energi och samhällsnyttiga bolag med indexvikter 3,4% respektive 3,8%, se Figur 2.

¹⁵ MSCI. MSCI World Index 2020-03-31. www.msci.com
<https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>

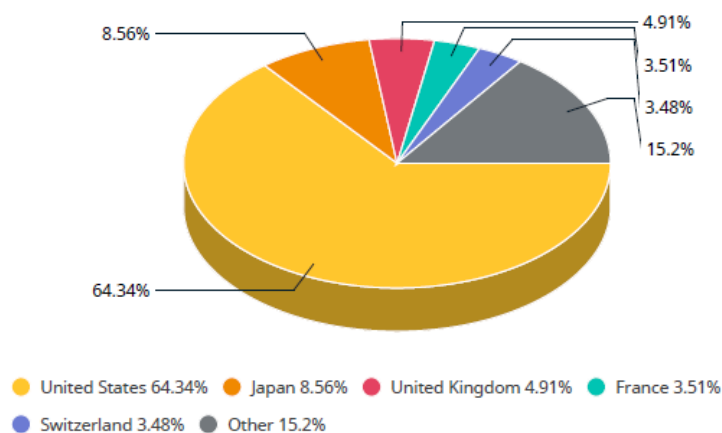
SECTOR WEIGHTS



Figur 2 Representation per land i det globala indexet "MSCI World Index" factsheet¹⁶

Aktiemarknaderna i USA har största vikten i index med 64,3% följt av Japan (8,6%), Storbritannien (4,9%), Frankrike (3,5%) och Schweiz 3,5%. Övriga 18 marknader (inklusive Sverige) har en vikt på 15,2% vikt (se Figur 3).

COUNTRY WEIGHTS



Figur 3 Representation per land i det globala indexet "MSCI World Index"¹⁷

Indexet beräknas dagligen i USD och räknas om till olika andra valutor bland annat Euro till aktuell valutakurs.

¹⁶ MSCI. MSCI World Index 2020-03-31. www.msci.com
<https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>
 (Hämtad 2020-04-08).

¹⁷ MSCI. MSCI World Index 2020-03-31. www.msci.com
<https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>
 (Hämtad 2020-04-08).

3.1.2 Beräkning av Index

MSCI Index beräknas generellt genom dagliga förändringen i aktuellt marknadsvärde av en portfölj av värdepapper¹⁸. Totala marknadsvärdet beräknas genom en sammanlagd viktad avkastning av alla i portföljen ingående värdepapper. I aktieindex som MSCI World Index beräknas marknadsvärdet genom summering av totalt utestående marknadsvärde per bolag som ingår i index (totalt antal aktier multiplicerat med sista betalkurs per aktie), multiplicerat med viktning i index och aktuell FX-kurs (valutakurs).

Beräkningarna, sker i likhet med övriga MSCI index där bolag med olika valutor ingår, dagligen utifrån aktuell FX-kurs. Eftersom globala fonder påverkas av valutakurser som handlas dygnet runt så har MSCI valt en definition av FX-kurs enligt följande¹⁹:

“MSCI Real Time Indexes use the Reuters Multi Contributor FX Rates for all Index Open and Index Updates and MSCI applies the WM 4PM London time Closing Mid Rates for the Index Close.”

3.2 Konsekvenser av att konvertera till samma valuta

De enskilda jämförelsebolagen, se 2.4.2.5.1 ovan, kan anses som inkluderade i MSCI World Index eftersom industribranschen och de respektive aktiemarknaderna i olika valutor är inkluderade i MSCI's indexberäkning som först genomförs i USD och därefter omräknas till olika valutor, bland annat EUR. Detta gäller även om enskilda jämförelsebolag av storleksskäl (marknadsvärde) de facto inte skulle kvalificera in bland de 1643 i index-deltagande bolagen. Vid en beräkning av beta så jämförs avkastningen på det enskilda värdepappret, valutajusterat mot totalmarknaden, MSCI World Index.

Konsekvenser av att konvertera till samma valuta (exempelvis EUR vid beräkning av beta är således att avkastningen av ett jämförelsebolag jämförs med ett index där jämförelsebolaget (eller andra bolag i samma bransch och aktiemarknad) redan ingår, omräknade och viktade till EUR. Detta bedömer Montell & Partners vara det korrekta tillvägagångssättet.

För ett bolag med låg aktievolatilitet som räknas om från lokal valuta till indexets valuta vid jämförelse av avkastning, kan volatiliteten från dagliga valutakursförändringar bidra till betydande andel av total volatilitet mot ett globalt index, vilket då överskattar aktievolatiliteten för enskilda bolaget. För en liten valuta med stora svängningar, som exempelvis den Rumänska LEU (C.N. Transelectrica) kan detta ha stor betydelse. Den rumänska aktiemarknaden ingår heller inte bland de 23 utvecklade aktiemarknaderna i MSCI World Index, eftersom MSCI anser Bucharest Stock Exchange vara en "frontier market" som

¹⁸ MSCI. 2019. MSCI Index Calculation Methodology.
https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_IndexCalcMethodology_Aug2019.pdf (Hämtad 2020-04-09).

¹⁹ MSCI. 2019. MSCI Index Calculation Methodology.
https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_IndexCalcMethodology_Aug2019.pdf (Hämtad 2020-04-09).

inte uppfyller alla krav som ställs på en utvecklad ("developed") aktiemarknad²⁰. Ur detta perspektiv är det tveksamt om C.N. Transelectrica bör ingå som jämförelsebolag.

Även för andra bolag kan valutaförändringar i lokal valuta bidra i betydande utsträckning till volatilitet mot ett globalt index. Normalt justeras detta genom att riskpremien för en global aktiemarknad är lägre än för en lokal aktiemarknad och att volatiliteten därmed kompenseras.

3.3 Konsekvenser av att inte konvertera till samma valuta

Om ett jämförelsebolag inte räknas om till samma valuta som index vid jämförelse av avkastning, jämförs i praktiken förändringar i marknadsvärde i en valuta mot förändringen av ett viktat marknadsvärde av en portfölj av bolag omräknat till gemensam valuta från många olika aktiemarknader och valutor.

En sådan beräkning baseras på jämförelse av olika saker och måste anses som felaktig. Exempelvis kan man tänka ett bolag som i en period har alla sina tillgångar i likvider i lokal valuta och därmed under perioden har i princip noll avkastning på den lokala aktiemarknaden. Om detta bolag ingår i ett globalt index så hade värdet av bolagets tillgångar dagligen räknats om till aktuella valutakursen som hade avgjort både bolagets vikt i indexet och avkastningen.

Skulle en devalvering av den lokala valutan inträffa så medför detta en betydande negativ avkastning jämfört med ett globalt index för bolaget med likvida tillgångar i lokal valuta. Av detta skäl kan man inte jämföra avkastning i olika valutor med varandra.

3.4 Rekommendation

Montell & Partners menar att omräkning så att jämförelsebolagen och det valda Indexet har samma valuta är det som blir korrekt när ett internationellt index med ingående bolag som har flera valutor skall användas vid jämförelse av avkastning.

²⁰ Intellinews Inc. 2020. EAST CAPITAL: Romania — can 2019's best frontier market continue to perform in 2020? <https://www.intellinews.com/east-capital-romania-can-2019-s-best-frontier-market-continue-to-perform-in-2020-175318/> (Hämtad 2020-04-09).

4 Källförteckning

Alvarez & Marsal Nordics AB. Beräkning av WACC-ränta enligt förordningen. Sakkunnigutlåtande på uppdrag av Vattenfall Eldistribution AB. 2020-02-28.

Damodaran, Aswath. Estimating Risk Parameter, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf> (hämtad 2020-04-06).

Institutionen för språk och folkminnen. Om oss (uppdaterad 2020). <https://www.isof.se/om-oss.html> (hämtad 2020-04-06).

Institutionen för språk och folkminnen. Frågelådan (uppdaterad 2019). https://www.isof.se/sprak/sprakradgivning/frageladan.html?url=384970368%2Fcgi-bin%2Fsrfl%2Fvisasvar.py%3Fsok%3Dveckovis%26svar%3D51962%26log_id%3D628612&sv.url=12.c17e514db30bb2a810ea (hämtad 2020-04-06).

Intellinews Inc. 2020. EAST CAPITAL: Romania – can 2019's best frontier market continue to perform in 2020? <https://www.intellinews.com/east-capital-romania-can-2019-s-best-frontier-market-continue-to-perform-in-2020-175318/> (Hämtad 2020-04-09).

ISO. Online browsing platform. ISO 8601-1:2009 (§3.1.1.16) (uppdaterad 2019). <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:8601:-1:ed-1:v1:en> (hämtad 2020-04-06).

Lindblad, Jonas, Åkerman, Felicia. 2016. Stockholmsbörsen: Probi rusade på storaffär. <https://www.di.se/artiklar/2016/6/7/stockholmsborsen-probi-rusade-pa-storaffar/> (Hämtad 2020-04-06).

Mannheimer, Jacob; VD Prognos MKA AB. Intervju 2020-04-06.

MSCI. 2012. MSCI Index Calculation Methodology. https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_May12_IndexCalcMethodology.pdf (Hämtad 2020-04-09).

MSCI. 2019. MSCI Index Calculation Methodology. https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_IndexCalcMethodology_Aug2019.pdf (Hämtad 2020-04-09).

MSCI. MSCI World Index 2020-03-31. www.msci.com <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523> (Hämtad 2020-04-08)

Nasdaq Inc. Hur är derivatmarknaden uppbyggd? <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/hurarderivatmarknadenuppbyggd> (Hämtad 2020-04-09)

Nasdaq Inc. Veckooptioner. <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/veckooptioner> (Hämtad 2020-04-09)

Remissvar på Energimarknadsinspektionens förslag till underlag om kalkylräntan för perioden 2020-2023. Ärendenummer: 2019-101437. 2019-04-15.

Svenska Akademiens ordlista publicerad 2014.

http://www.saob.se/artikel/?seek=veckoslut#U_V423_225785 (hämtad 2020-04-06).

Så läser du tabellerna. Dagens Industri. 2020-04-07