

Elsa Widding

2011-05-30

Energimarknadsinspektionen
registrator@ei.segoran.ek@ei.seKAMMARRÄTTEN
I JÖNKÖPING

Ink 2014 -05- 2 6

MålNr 61-14
Aktbil 72

Dnr 700-2011-102135

**SVAR PÅ REMISS AVSEENDE PROMEMORIA OM KALKYLRÄNTAN I
ELNÄTSVERKSAMHET VID FASTSTÄLLANDE AV INTÄKTSRAM****SAMMANFATTNING**

Fortum Distribution AB (nedan kallat Fortum) vill med anledning av Energimarknadsinspektionens promemoria Kalkylränta i elnätverksamhet lämna följande remissvar. Fortum stödjer även Svensk Energis synpunkter.

Fortum anser att;

1. Den kalkylränta som föreslås av EI är klart under marknadsmässig nivå. Den räcker inte för att attrahera kapital för investeringar i konkurrens med alternativa placeringar.
2. Den kalkylränta som föreslås av EI stimulerar inte de investeringar som krävs för en omställning av energisystemet och riskerar att försvåra en rationell utbyggnad av ny vindkraft.
3. En konjunkturoberoende och långsiktig kapitalkostnad för elnätsbolagen kan beräknas till 6,6 procent före skatt. Denna räntabilitet är vad som krävs för att privata investerare ska vara villiga att investera i elnät snarare än andra alternativa placeringar på aktiemarknaden.
4. EI:s promemoria innehåller ett antal fel och brister som leder till en felaktig och alltför låg beräkning av WACC. EI justerar på felaktiga antaganden skuldsättningsgraden till 50 %. Tidigare år har 40 % använts, vilket också styrks av de underliggande rapporterna från Ernst & Young och Grant Thornton som EI beställt och diskuterar i promemorian. Det bör också framhållas att den finska regulatören använder sig av en 30 % skuldsättningsgrad. Vidare sänker EI skatten till ca 20 %. En höjd skuldsättningsgrad och sänkt skatt påverkar matematiskt equity beta och kostnaden för eget kapital. Vidare påverkar skuldsättningen nätbolagens kreditbetyg och därmed kostnaden för lån. Detta beaktas inte av EI. Dessa brister och felaktigheter leder till att kalkylräntan blir för låg.

Elsa Widding

2011-05-30

5. EI gör en lång rad antaganden som systematiskt leder till en underskattning av WACC (utan faktiskt empiriskt stöd)
- EI tillämpar en tidshorisont på 10 år. Investeringshorisonten är i verkligheten >30 år.
 - EI tillämpar en riskfri ränta på 2%. Empirisk analys visar att ett långsiktigt genomsnitt för den reala riskfria räntan med 30 års löptid är minst 2,5%.
 - EI uppskattar skuldsättningsgraden baserat på bokförda värden till 50%. Marknadsmässiga jämförbara bolag har en skuldsättningsgrad på 40%.
 - EI uppskattar lånepremien till 100-174 bp. Data visar att under en konjunkturcykel är den 30-åriga lånepremien snarare 150-200 bp.
 - EI använder en skatt på 20%. Den svenska bolagsskatten är 26,3% och möjligheten till överavskrivningar för elnätsbolag är rimlig. Möjligheten till finansiering genom uppskjuten bolagsskatt stimulerar elnätsbolagen att använda sina inkomster för att finansiera investeringar snarare än att ta utdelningar, vilket gynnar kunderna och samhället.
 - EI sätter en likviditetspremie på 0,2%. Tidigare har en likviditetspremie på 1,0% ansetts skälig och i Finland som EI refererar till föreslår myndigheten en likviditetspremie på 0,5 % för den regleringsperiod som börjar 2012.
 - EI lämnar inget utrymme för osäkerhet. I praktiken talar statistisk, metodologisk och fundamental osäkerhet om framtida risker för en equity premium på 1,0%.

GENERELLA STÄLLNINGSTAGANDEN

Elnätsföretagens roll i energiomställningen

Energisektorn befinner sig i en viktig övergångsfas. I närmare ett sekel var energiförsörjning i Sverige, i likhet med stora delar av världen, huvudsakligen oljebaserad där uppvärmning och transporter utgick från oljeförbränning.

Under kommande årtionden ska energisystemet ställas om till en energiförsörjning med elektricitet som den viktigaste energibäraren. Produktionen kommer att präglas av en ökande andel förnyelsebara energikällor såsom vindkraft, vågkraft, kraftvärme och solenergi. Kunderna kommer att behöva vara mer aktiva och elsystemet kommer att förändras med ett växande inslag av värmepumpar, laddningsbara elbilar, småskalig elproduktion, decentraliserad och centraliserad användning av ackumulatörer, smarta hem etc.

Elsa Widding

2011-05-30

I denna förändring har elnätsföretagen en mycket viktig roll att spela eftersom alla dessa förändringar kräver betydande investeringar i nya funktioner i elnätet, ökad överföringskapacitet, nya mätare, IT-system mm. Därtill kommer det ständigt ökande kravet på höge leveranssäkerhet och kvalitet.

För att möjliggöra dessa investeringar krävs att elnätsbolagen kan attrahera kapital. Ett konkret exempel är att vid byggnation av vindkraftsparker har Fortum Distribution hittills haft en aktiv roll. Fortum har varit positiva till att bygga uppsamlingsnät, liksom eventuella förstärkningar av befintligt nät. Med den föreslagna kalkylräntan blir dessa investeringar olönsamma och därmed svåra att genomföra vilket i sin tur riskerar att leda till

- ineffektiva tekniska lösningar
- längre ledtider p g a lägre vilja till investeringar
- större kapitalbindning för vindkraftsexploatorerna

I detta sammanhang bör också särskilt påpekas att i förarbetena till aktuell lagstiftning (proposition 2008/09:141 s 102) anges att vid bedömningen av risknivån bör beaktas att anslutningsskyldighet normalt föreligger.

Nätbolaget kan således inte vägra anslutning av projekt som kan vara mycket riskabla, vilket enligt Fortums mening skall beaktas när avkastningsnivån fastställs

Skälighet och marknadsmässig ränta

Av förarbetena till ändringar i Ellagen (1997:857), Proposition 2008/09:141, sidan 102 anges att en rimlig avkastning ska motsvara den avkastning som fordras för att i konkurrens med alternativa placeringar med motsvarande risk kunna attrahera kapital för investeringar. Detta ställningstagande från lagstiftaren är framåtblickande och innebär att en rimlig avkastning ska ge en marknadsmässig räntabilitet på kapitalet. En WACC om 4,9 % med det långa investeringsperspektiv som elnätverksamhet innebär leder till att investerare kommer att placera sina pengar i annan verksamhet eftersom de med lätthet kan uppnå högre avkastning helt riskfritt med ett så långt investeringsperspektiv Det bör också påpekas att det saknar relevans vilka avkastningskrav som staten eller en offentlig ägare har vid investeringar i elnät eftersom detta kapital inte attraheras i konkurrens med alternativa placeringar.

En konjunkturoberoende och långsiktig kapitalkostnad för elnätsbolagen kan beräknas till 6,6 procent före skatt. Denna räntabilitet är vad som krävs för att privata investerare ska vara villiga att investera i elnät snarare än andra alternativa placeringar på aktiemärknaden

I grunden måste elnätsbolagens avkastning täcka en förväntad genomsnittlig riskfri real ränta på 2,5 procent per år under tillgångarnas ekonomiska livslängd. Långivare som köper företagsobligationer eller tillhandahåller banklån med en löptid på 30 år eller mer kan i genomsnitt förväntas kräva en lånepremie på ca 1,5 procent utöver den ränta som svenska staten behöver betala. Ägare som tillhandahåller eget kapital kan

Elsa Widding

2011-05-30

förväntas kräva knappt 3 procent utöver den riskfria räntan för den risk som elnätsverksamheten är förknippad med i ett långsiktigt perspektiv, vilket ges av verksamhetens icke-diversifierbara risk, illikviditeten i elnätsbolagens tillgångar samt att aktiemarknaden i genomsnitt förväntas ge en riskpremie på 5 procent. Elnätsbolagen måste betala bolagsskatt på sina vinster innan utdelning kan ges till ägarna. Vid en marknadsmässig optimal kapitalstruktur blir den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden därför 6,6 procent.

En marknadsmässig ränta ger tillräckligt utrymme för att kompensera för den risk som investeraren tar oavsett om denne är en långgivare eller en ägare som tillhandahåller eget kapital. Elnätbolagen möter ett antal risker som gör att räntan måste vara högre än för annan lokal infrastruktur såsom vatten och avlopp, vägar eller avfallshantering.

Därtill bör läggas att de investeringar som inte hanteras inom ramen för den regulatoriska kapitalbasen utan istället ska omvandlas till löpande kostnader enligt EI's förmenande inte ska generera någon avkastning. Exempel på sådana investeringar är markförvärv, nya IT system för leverantörsbyte, fakturering, kundservice, nätokumentation etc.

Nätbolagens riskexponering

Ägaren till ett elnätsbolag måste bli kompenserad för den risk de tar under hela investeringscykeln, dvs. avkastningen ska spegla riskerna i investeringen. Elnätsbolagen är exponerade för såväl verksamhetsrisker som regulatoriska risker.

Regulatorisk risk:

Regleringsperioderna är fyra år men investeringarnas ekonomiska livslängd ofta 40 år. När regleringen ändrar förutsättningarna för gjorda investeringar blir det svårt att prognostisera framtida kassaflöden. På samma sätt som förändringar i utbud och efterfrågan på el leder till kraftiga svängningar i elpriset som i sin tur gör det svårt för kraftbolagen att prognostisera framtida kassaflöde leder också den regulatoriska risken till stora svängningar i kassaflöde

Den regulatoriska risken innefattar också risken för nya detaljregleringar som kan göra investeringar mer eller mindre olönsamma. Jämförelsen mellan regulatorisk risk och elprisrisk är inte helt korrekt eftersom elproducenter kan säkra sig mot svängningarna i elpriset. Den regulatoriska risken är därför mer oförutsägbar och svårare att hantera.

Elnätsbolagens intäkter är heller inte marknadsmässigt bestämda. Regleringen av näntäkterna styr bolagens resultat och påverkar därför räntabiliteten på nätbolagens kapital. Det finns därför en betydande politisk och regulatorisk osäkerhet under bolagens investeringscykel. En osäkerhet som ökar riskpremien för eget kapital.

För att ytterligare illustrera den regulatoriska risken kan nämnas det faktum att EI föreslår ett antal grundläggande förändringar, från den WACC som nu tillämpas och

Elsa Widding

2011-05-30

bygger på ICE Capitals metod, som skapar osäkerhet kring de principer och metoder som ska gälla för fastställandet av en marknadsmässig ränta. Genom att ändra grundläggande principer på detta, oförutsägbara sätt, skapas stora osäkerheter, exempel på dessa förändringar är.

- särskild riskpremie på 1% för eget kapital motiverad av att ett sådant tillägg är rimligt som småbolags- och illikviditetspremie. - Nu föreslår EI en riskpremie på 0,2% med en felaktig hänvisning till finska myndigheter. Med grund i expertutlåtanden (bla PWC och professor Kallunki) som förordat en likviditetspremie på 1 % har den Finska regulatören föreslagit en likviditetspremie på 0,5 % för reglerperioden 2012-2015
- justering av beta med Blume/Bloomberg-metoden för att beakta att den risk som uppmäts med historiska data inte behöver återspegla framtida risk för elnätsbolagen.- Nu föreslår EI att någon framtida osäkerhet inte behöver beaktas utan att historisk risk kan anses vara ett perfekt mått på framtida risk.
- skuldsättningsgrad beräknat den viktade kapitalkostnaden baserat på en marknadsmässig kapitalstruktur för en grupp med referensbolag. - Nu föreslår EI att beräkningen av WACC görs baserat på ett antagande om en skuldsättning uppgående till 50 % av kapitalet.
- omräkning av ränta efter skatt till före skatt utifrån svensk bolagsskatten på 28% respektive 26,3% - Nu föreslår EI att en effektiv skatt på 20% ska tillämpas vid omräkningen samt att elnätsbolagen som betalar mer än 20,5% i skatt ska få begära höjning av intäktsramen baserat på faktisk skattekostnad.

Tidigare har myndigheten beräknat en kalkylränta baserad på fakta och följt vedertagna metoder. Nu görs ett antal modifierade antaganden som saknar stöd i de underlag som myndigheten låtit ta fram. Detta skapar, utöver risken för att en felaktig WACC bestäms, en betydande osäkerhet kring vilka motiv som ligger bakom den kalkylränta som presenteras.

Verksamhetsrisk:

Verksamhetsriskerna ökar när förväntningarna och tidsramarna för elnätsverksamheten ständigt ändras. Allt ska gå snabbare och snabbare, som till exempel mätvärdeshanteringen, avräkning och leverantörsbyten. Detta leder till högre kostnader men också till en helt ny typ av verksamhetsrisk. Elnätsbolagen är beroende av de system som används och den elektroniska utrustning som installerats. I takt med att kraven på verksamheten ökar blir det också svårare att korrigera detta utan ekonomiska påföljder. Vid traditionell avläsning hade nätbolagen ett år på sig att korrigera för fel. När krav på månadsavläsning infördes var samma tidshorisont en månad. Med timavläsning är tidsperspektivet ett dygn för att korrigera för fel i de fall som inte den dagliga insamlingen av timvärden fungerar problemfritt.

Elsa Widding

2011-05-30

Det finns ett flertal verksamhetsrisker som inte tas hänsyn till i kapitalkostnadsmodellen men som tydligt visar att nätverksamhet svårligen kan karaktäriseras som en verksamhet med låg risk.

- **Långa avbrott:** Stormar, tekniska fel och andra orsaker är risker som helt går utanför regleringen och som oavkortat drabbar nätföretagens resultat. För regionnäten som har ett regressansvar gentemot lokalnätsägarna är det dessutom en multipel risk eftersom regionnätsägaren kan få kostnaderna för att hela lokalnätet blir drabbat av ett avbrott längre än 12 h. Utväxlingen är ofta 5:1 dvs. regionnätsföretaget får betalt för nättjänsten ex. 10 MSEK det utgör ofta ca 20 % av lokalnätets årliga intäkt (ca 50 MSEK)- dvs. om ett års intäkter behöver betalas tillbaka för lokalnätet till sina kunder riskerar regionnätsföretaget en regress på 50 MSEK trots att intäkten bara ligger på 10 MSEK
- **Krav på ökad överföringskvalitet:** Samhällets förväntningar på överföringskvalitet samt miljökrav leder till en försnabbad förnyelse av nätet med stor risk att full avkastning på tidigare investeringar ej uppnås.
- **Teknologirisk:** Uppbyggnaden av reglermodellen innehåller även ett element a teknologisk risk eftersom regleringen inte alls stödjer risktagande i nya teknologier. Nya krav som kräver en ny typ av tillgångar i form av elektronik och it-system istället för kablar och linjer leder till att variationer i ekonomisk livslängd ökar kraftigt. Införandet av ny teknologi ökar markant risken för "stranded costs" som inte kompenseras för i reglermodellen. Detta riskera leda till att en rationell nätägare huvudsakligen bara investerar i väl beprövade teknologier, vilket kan få påtagligt negativa följder för branschens innovationsvilja om inte incitamenten för sådana investeringar är fullgoda.
- **Nya krav på funktionalitet:** Nätbolagen måste på kort tid kunna ställa om och anpassa verksamheten till nya förutsättningar så som övergång från månadsavläsning till timavläsning, nordisk slutkundsmarknad etc. Alla dessa förändringar leder till ökad osäkerhet och risk för "stranded costs".
- **Förändrad struktur med distribuerad produktion:** En större andel förnybar elproduktion ställer ökade krav på elnätet för att kunna hantera fluktuationerna i energiflödena.
- **Kreditrisker och nedläggning:** Större kunder som avvecklar sin produktion, t.ex pappersindustri kan innebära att väsentliga delar av ett nät kan bli obsoleta och därmed inte får ingå i kapitalbasen.
- **Upphandling och genomförande av investeringar:** bolagens investeringar är mycket långsiktiga och dessutom irreversibla samtidigt som det är praktiskt komplicerat att säkra lånefinansiering med en motsvarande tidshorisont.

Elsa Widding

2011-05-30

Trögrörlig WACC

En regulatorisk WACC bör vara trögrörlig. Det viktigaste skälet är att kunderna och nätbolagen inte gynnas av ett volatilt pris för en tjänst som i grunden har ett stabilt värde och stabil produktionskostnad. En sådan prISRörlighet introducerar onödig risk för nätbolagen och minskar nyttan för kunder med riskaversion. Det bör eftersträvas att kalkylräntan görs oberoende av konjunkturen, dvs att den riskfria räntan och riskpremietillägget sätts på en nivå som motsvarar ett rimligt genomsnittsvärde under en konjunkturcykel.

Samtidigt är det motiverat att justera kalkylräntan när grundläggande förhållanden ändras. En beräknad regulatorisk WACC kan därför behöva justeras om exempelvis risknivån förändras på ett grundläggande sätt, om marknadspremien stiger eller sjunker, om de långsiktiga inflationsförväntningarna ändras eller om den svenska bolagsskatten ändras. Självklart kan det också vara motiverat att uppdatera kalkylräntan om bättre mått på risk eller riskpremier blir tillgängliga. Vid en sådan uppdatering bör dock justeringar ske på ett metodologiskt konsekvent och transparent sätt.

För mer detaljerade kommentarer till Els promemoria om kalkylräntan bifogas ett utlåtande av DrMattias Ganslandt vid Center for European Law & Economics

Fortum Distribution AB



Mats Åhlberg



**Kommentarer och synpunkter på Energimarknadsinspektionens
Promemoria: Kalkylränta i elnätsverksamhet (version 1.1, 2011-05-13)**

**Docent Mattias Ganslandt
2011-05-30**

1. Underlaget för bestämning av kalkylränta

EI skriver på sid 2:

”För att beräkna en kalkylränta för perioden 2012-15 har EI valt att under våren 2011 begära in förslag till kalkylränta för perioden från två konsulter, Grant Thornton och Ernst & Young. Den förstnämnda konsulten har föreslagit en real kalkylränta före skatt i intervallet 5,3 – 6,6 % och den sistnämnda en kalkylränta i intervallet 4,3 – 5,8 %.”

Kommentar:

EI har beställt två oberoende utredningar av tillämplig WACC. Mittpunkten i Grant Thorntons intervall är ca 6,0% real WACC före skatt. Mittpunkten i Ernst & Youngs intervall är ca 5,1%. Det ska noteras att båda dessa utredningar uttryckligen är giltiga endast i det nuvarande, historiskt exceptionellt låga, ränteläget. Om GTs och E&Ys WACC baseras på en historiskt genomsnittlig riskfri ränta, vilket är lämpligt för att undvika att nättariffen åker berg-och-dalbana så blir den faktabaserade WACC som konsulterna förespråkar nästan en procentenhet högre. Den kalkylränta på 4,9% som EI föreslår saknar därför stöd och är påtagligt lägre än den marknadsmässiga WACC som framgår av de utredningar som myndigheten beställt.

Slutsats: Els principiella utgångspunkter att kalkylräntan bör vara stabil och korrespondera mot elnätsbolagens investeringshorisont är rimliga. Däremot bör kalkylräntan stå på faktamässig grund, inte godtyckliga antaganden.

2. Systematisk risk

EI skriver på sid 4:

”Elnätsverksamheten är både ett naturligt och legalt monopol. Elnätsverksamhet har funnits i många år så branschen är väl etablerad. Därmed är också riskerna låga och välkända. Risker med en låg grad av diversifiering, som bl.a. konsulterna framhåller, uppvägs av att eldistribution är en nödvändighetstjänst med en mycket säker efterfrågan och avsaknaden av substitut till elnät. Risker kan variera var i landet elnätsföretaget är verksamt. I avfolkningsbygd är risken därför något större jämfört med elnät i städer.”

Kommentar:

Els beskrivning av elnätsbolagens verksamhet underskattar de risker som bolagen har mött och möter.

Det måste vidare beaktas att det råder osäkerhet när prognoser för framtiden ska baseras på historiska data. De intervall som uppskattas av EY och GT baseras på estimeringar med historiska data. GT gör en justering av risknivån med Bloomberg-formeln för att ta hänsyn till att en historisk risk kan närma sig marknadsrisken i ett framåtblickande långsiktigt perspektiv. Denna justering avfärdas dock av EI. Att Bloomberg-formeln är godtycklig och saknar teoretisk underbyggnad i det nu aktuella fallet innebär emellertid inte att det går att dra slutsatsen att elnätsbolagens framtida risk är identisk med en historiskt uppmätt risknivå. Ett antal faktorer talar för att elnätsbolagen möter framtida risk som är högre än den historiska, däribland ökande andel förnyelsebar el, mer volatilt klimat, branschförskjutning, PHEV, decentraliserad produktion/lagring, urbanisering mm.

Slutsats: EI underskattar elnätsbolagens historiska risk. Den framtida, högre, risk som elnätsbolagen står inför beaktas inte. Den kalkylränta som beräknas blir därför en underskattning jämfört med en marknadsmässig WACC.

3. Den icke-systematiska risken

EI skriver på sidan 5:

"Sammantaget delar EI konsulternas bedömning att det finns viss anledning att ta hänsyn till ett särskilt riskpremietillägg för eget kapital utöver det som estimeringarna av den systematiska risken ger. EI bedömer att premien bör vara förhållandevis låg och att den bör kunna uppgå till högst 0,2 procentenheter."

Kommentar:

En särskild riskpremie till eget kapital kan motiveras på olika grund. Ett motiv som ofta anförs är att eget kapital för onoterade bolag inte omsätts på en likvid marknad och att ägarna därför måste kompenseras för den extra risk som denna illikviditet innebär. Relevansen av denna omständighet beror på i vilken grad en tidspremie redan beaktats vid bestämningen av WACC. Om en kalkylränta beräknas för en tidshorisont som motsvarar elnätsbolagens investeringar (>30 år) och en tidspremie redan inkluderas i skattningen av ränta så är det rimligt att inte ytterligare kompensera ägarna med en särskild illikviditetspremie. Vid en bestämning av en kalkylränta med kortare tidshorisont kan däremot en illikviditetspremie vara motiverad, vilket följer automatiskt av att den riskfria reala yield-kurvan i normalfallet är uppåtlutande.

Ett annat motiv för en särskild riskpremie till eget kapital är relaterad till osäkerhet. Framtida risker, statistisk variation och metodologiska brister är motiv för en särskild riskpremie för eget kapital. Exempelvis föreslår E&Y ett genomsnittligt riskpremietillägg på 0,5% "för att beakta att marknadsaktörer kan ha olika syn på risk och avkastningskrav".

4. Kapitalstrukturen hos elnätsföretagen

EI skriver på sidan 5:

"I konsultrapporterna redovisas en skuldandel på 38-43 procent. Årsrapporterna för perioden 2002 – 2009 visar på en skuldandel som är över 70 procent. /---/ En försiktig bedömning är

därmed att skuldandelen bör kunna höjas. EI har därför valt att justera skuldandelen till 50% för både nedre och övre gränsen för intervallet."

Kommentar:

En bedömning av optimal kapitalstruktur måste göras utifrån en marknadsvärdering av eget kapital och skulder. Det resonemang som förs av EI är därför felaktigt och leder till felaktiga slutsatser.

Bokförda värden är problematiska av flera skäl. Eget kapital underskattas kraftigt eftersom bokföringsreglerna kräver att tillgångar tas upp till ett värde som är lägre än faktiskt marknadsvärde (försiktighetsprincipen). Dessutom skrivs anläggningstillgångar som regel av med en avskrivningstid som är kortare än faktisk ekonomisk livslängd, vilket förövrigt är motivet för att ha regulatoriska avskrivningstider vid beräkningen av intäktsram snarare än bokföringsmässiga. Utöver detta tillkommer problemet att tillgångar baseras på värdet vid anskaffningstillfället, inte nuanskaffningsvärdet. Mot bakgrund av en kraftig uppgång av priset för råvaror har det uppstått stora övervärden i elnätsbolagen. Sammantaget leder dessa faktorer till att eget kapital är kraftigt underskattat.

Samtidigt finns det skäl att anta att de bokförda skulderna är överskattade. En viktig orsak till detta är att de svenska elnätsbolagen inte är självständiga bolag. Många av bolagen kan antas ha lån från sina moderbolag eller ägare. Andelen skulder och eget kapital kan därför inte avgöras baserat på bokförda värden.

Vidare är EIs resonemang felaktigt på en betydligt allvarligare punkt. Det är inte korrekt att kapitalkostnaden entydigt kan sänkas genom att skuldsättningen ökas. Om det vore så enkelt skulle alla bolag eftersträva en 100-procentig lånefinansiering och därmed bli ägarlösa företag *de facto*.

En högre andel lån får två effekter som måste beaktas. Eftersom hävstången för eget kapital blir större kommer risken för ägarna att öka. Därmed måste eget kapital få en högre premie, vilket ökar kostnaden. Vidare leder en högre andel lån till att bolagets kreditbetyg vid upplåning påverkas. En förändring av skuldsättningsgraden med 10 procentenheter kan antas sänka bolagens kreditrating med ett steg. E&Y lägger till en kreditriskpremie för A-rating eller ett ratingsteg sämre kreditbetyg baserat på att detta är vad "nätbolag skulle få betala om de emitterat obligationer med en rating som är bedömd efter deras verksamhet samt en bedömd optimal kapitalstruktur".

Sammantaget kan det konstateras att en justerad kapitalstruktur har flera effekter som balanserar varandra. En högre andel lån sänker kostnaden eftersom lånefinansiering normalt sett är relativt billigare än finansiering med eget kapital. Samtidigt ökar kostnaden eftersom premien till eget kapital ökar (nivån). I närheten av en optimal kapitalstruktur är därför WACC relativt okänslig för förändringar i skuldsättningsgraden.

Slutsats: EIs uppskattning av skuldandel saknar grund. Dessutom beaktas inte de konsekvenser som en ändrad skuldandel får för beräkningen av WACC. Med andra ord görs ett dubbelfel. Kalkylräntan bör istället baseras på konsulternas bedömning att "skuldandelen för svenska nätbolag torde ligga i intervallet 40-43%" (Ernst & Young).

5. Riskfri ränta

EI skriver på sidan 8:

"EI bedömer sammantaget att utgångspunkten för fastställande av den riskfria räntan i regleringen bör vara att utgå från den förväntade BNP - utvecklingen. Från ett empiriskt perspektiv synes det därför rimligt att utgå från en nominell riskfri ränta runt 4 % dvs. i nivå med den förväntade BNP-tillväxten."

Kommentar:

För att undvika en volatil tariff är det lämpligt att eftersträva en kalkylränta som beror på fundamentala strukturella faktorer snarare än tillfälliga makroekonomiska och penningpolitiska svängningar som påverkar det dagsaktuella ränteläget.

Den riskfria ränta som EI argumenterar för – 2% real riskfri ränta – är dock något låg. För det första kan det konstateras att realräntan med 30-årig löptid varit ca 2,5% till 2,7% under den senaste tioårsperioden.

Konjunkturinstitutet bedömer också i sin senaste konjunkturprognos att den tioåriga statsobligationsräntan stiger till 4,3% redan år 2012. KI bedömer också att den korta räntan kommer att stiga kraftigt under tillsynsperioden och nominellt blir nivån 2,68% (2012), 3,70% (2013), 4,25% (2014), 4,25% (2015). Till reporäntan (kort ränta) ska läggas en premie för att tidshorisonten är 30 år.

Vidare har den svenska tillväxten i ett historiskt perspektiv varit ca 2,7% i reala termer. Sverige har också en makroekonomisk stabilitet, sunda statsfinanser samt goda strukturella förutsättningar i övrigt för att uppnå en god ekonomisk tillväxt under kommande årtionden. En förväntad tillväxt på ca 2,5% snarare än 2,0% tycks därför mer rimligt.

Med andra ord är det rimligt att förvänta sig att ett långsiktigt genomsnitt för den svenska reala riskfria räntan med 30 års löptid är ca 2,5% till 2,7%.

Slutsats: EIs principiella utgångspunkt att kalkylräntan bör vara stabil är rimlig. En riskfri real ränta på 2% är dock för låg. Empiri motiverar en riskfri real ränta på 2,5% till 2,7%.

6. Förslag på hantering av skattefrågan

EI skriver på sidan 10:

"Den metod som EI funnit bäst motsvara uppställda krav är att: * Skattesatsen vid beräkningen av kalkylräntan för tillsynsperioden anges till ett sammanvägt utfall av den genomsnittliga faktiska skattesatsen i alla elnätsföretagen för åren 2003-2009. Denna uppgår till ca 20 % för branschen som helhet, istället för 26,3% (före år 2009 var skatten 28 %). Referensperioden 2003-2009 har valts då EI bedömer att underlaget i årsrapporterna för denna period är vederhäftigt. * Efter tillsynsperioden (2012-2015) sker en avstämning av de faktiska inbetalningarna av skatt för respektive elnätsföretag, dvs. den faktiska skattesatsen för företaget under tillsynsperioden. Har ett elnätsföretag i genomsnitt betalat mer i skatt än 20,5

% för perioden 2003-2015, får denna skattesats utgöra en grund för omprövning av intäktsramen.”

Kommentar:

Konvertering från ränta efter skatt till ränta före skatt ska göras för att bestämma en skälig och rimlig avkastning till kapitalet. EIs båda konsultrapporter, EY och GT, förordar att en omräkning görs baserat på den svenska bolagsskatten (f.n. 26,3%).

Bolag som genom skattemässiga överavskrivningar får en lägre effektiv skatt. Detta är en stimulans för investeringar med egenfinansiering. Eftersom bolagen måste göra nyttiga investeringar för att erhålla denna skattelättnad måste denna extra räntabilitet anses både skälig och rimlig.

Det förslag som EI förespråkar är olämpligt eftersom det får negativa effekter på bolagens incitament att investera. Eftersom ett bolag som har en högre skatt än 20,5% under tillsynsperioden får begära en omprövning av intäktsramen baserat på dessa faktiska kostnader innebär det att värdet av skattemässiga överavskrivningar som sänker den faktiska skattesatsen i intervallet 26,3% till 20,5% saknar värde för bolaget eller riskerar att leda till att optimeringar görs inom koncernerna för att erhålla full skattekonvertering.

Slutsats: EIs hantering av skattefrågan är principiellt och ekonomiskt olämplig. Kalkylräntan bör baseras på den svenska bolagsskatten, för närvarande 26,3%.

7. Säkerhetsmarginal vid bestämningen av WACC

EI skriver på sid 1-2:

”De föreslagna intervallen behöver inte tolkas som en sannolikhetsfördelning från minimum till maximum, där antagande om en normalfördelad sannolikhetskurva leder till att mittvärdet blir det mest sannolika utfallet för alla företag under perioden. EI anser att en rimlig tolkning av intervallet bör vara att elnätsföretagen i verkligheten borde få olika kalkylräntor (WACC) inom intervallet om bedömningen skett för vart och ett utav nätföretagen. Exempelvis beroende på faktorer som risk, andelen skulder i förhållande till eget kapital m.m. Andra faktorer är storleken på verksamheten eller om verksamheten bedrivs med låg eller hög kundtätthet. Mittvärdet bör ändå generellt kunna betraktas som den ränta som ett genomsnittligt elnätsföretag bör ha för att få avkastning för att kunna finansiera verksamheten.”

Kommentar:

Rimlig kalkylränta ska bestämmas för elnätsbolag i Sverige. Eftersom marknadsdata saknas för svenska elnätsbolag görs en jämförelse med bolag med delvis annan inriktning i andra länder. Denna analys är statistisk. Detta resulterar i att det alltid finns osäkerhet när en lämplig WACC ska beräknas.

För ett enskilt elnätsbolag kan den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden vara högre eller lägre än genomsnittet för alla elnätsbolag. Därför kan en WACC som är högre än den genomsnittliga vara rimlig på grund av företagsspecifika omständigheter.

Osäkerhet vid bestämningen av WACC med den ansats som används av EIs konsulter är också av en annan natur. Eftersom populationen av jämförelsebolag inte är svenska elnätbolag utan en grupp andra bolag är det mycket troligt att den faktiska fördelningen är annorlunda än den fördelning som studeras. Detta är förövrigt uppenbart när man studerar konfidensintervallen för de två rapporter som EI beställt av Ernst & Young (EY) samt Grant Thornton (GT). Dessa konfidensintervall är mycket olika och i flera fall överlappar de inte över huvud taget. Med andra ord kan mittpunkten i det intervall som den ena rapporten kommer fram till statistiskt förkastas av den andra rapporten.

För att undvika negativa konsekvenser av en för låg WACC, i form av uteblivna investeringar och därmed en lägre takt i energiomställningen, är det viktigt med en viss säkerhetsmarginal.

Slutsats: En rimlig kalkylränta bör inte bestämmas utifrån ett historiskt medelvärde. Ett särskilt risktillägg bör göras för att beakta den osäkerhet som finns vid bestämningen av regulatorisk kalkylränta och vidare för att beakta att ett intervall av ersättning till eget kapital är marknadsmäsgt, skäligt och rimligt.

8. Kalkylränta för perioden 2012-2015

EI skriver på sidorna 11-12

"I tabell 1 redovisas de två konsulternas intervall (nedre och övre) för deras estimering av ränta (realt före skatt) som utgångsvärdet. Därefter görs ändringar på riskfri ränta, tillägget för bristande likviditet, för skuldandelen och för den systematiska risken. I det sistnämnda fallet handlar det om att Bloombergomräkningen exkluderas i det fall den ingår. /---/ Förändringarna görs ackumulativt, dvs. ändringarna görs successivt så att först görs förändringen m a p den riskfria räntan. Därefter ändringen i den icke - systematiska risken och så vidare.¹¹ För varje förändring har konverteringen till real ränta före skatt gjorts med 20 % skattesats. De reviderade intervallen blir då 4,60 - 4,79 % respektive 4,67 - 5,34 %. Medelvärdet av de två intervallen blir 4,9 %."

Kommentar:

De justeringar som EI förespråkar är av två olika slag, principiella och materiella.

De principiella förändringarna är att EI förordar en WACC som är stabil och inte behöver justeras till följd av tillfälliga variationer på finansmarknaden samt att EI förordar att kalkylräntan beräknas så att den neutraliserar värdet av skattemässiga överavskrivningar.

De materiella förändringar som EI förespråkar är att skuldandelen ska antas vara 50% samt att den särskilda premien till eget kapital sänks till 0,2%. Det kan noteras att EI förespråkar tre godtyckliga förändringar som är till elnätbolagens nackdel jämfört med konsultrapporterna och en förändring som ett långsiktigt perspektiv ska vara neutral.

Vid beräkningen av reviderad kalkylränta gör EI ett antal fel. En höjd skuldsättningsgrad och sänkt skatt påverkar matematiskt equity beta och kostnaden för eget kapital. Detta beaktas inte av EI. En matematisk korrekt beräkning av kalkylräntan ger i genomsnitt 5,4% (inte 4,9%).

Vidare görs inte de konsekvensändringar som måste göras när grundläggande antaganden modifieras. EYs premie till lån måste justeras för att reflektera en långsiktigt stabil nivå. En

högre skuldsättning leder till ett lägre kreditbetyg och högre premie för lån. Med dessa konsekvensändringar blir kalkylräntan 5,6%.

En kalkylränta baserad på Els principer och de bättre underbyggda fakta som finns i konsultrapporterna (37% skuldsättningsgrad och 0,85% extra premie till eget kapital) leder till att kalkylräntan blir 6,0%.

I linje med den argumentation som förs av EI bör denna kalkylränta förlängas till en tidshorisont på 30 år (vilket EI i praktiken underlåter att göra). Detta leder till en real kalkylränta på 6,4% före skatt. Utan justering av WACC med skattemässiga överavskrivningar blir kalkylräntan ca 6,7%-6,8%.

Slutsats: EI gör ett antal fel vid beräkningen av kalkylränta. Baserat på de underlag EI låtit ta fram och de principer EI slagit fast blir slutsatsen att en rimlig real kalkylränta är 6,4%. Med 26,3% bolagsskatt blir kalkylräntan ca 6,7%.

Stockholm den 30 maj 2011



Mattias Ganslandt