



Till:

Advokatfirman Vinge KB

Smålandsgatan 20

111 87 Stockholm

Kompletterande synpunkter angående mätningen av real kapitalkostnad för svenska elnätsföretag

1. Inledning

Mot bakgrund av att Energimarknadsinspektionen har överklagat Förvaltningsrättens dom från den 11 december 2013 (mål nr 8015-11) avseende tvisten mellan Fortum Distribution och Energimarknadsinspektionen (fortsättningsvis "EI"), har Jonas Eklund på advokatfirman Vinge bett mig att kommentera innehållet i fyra nytillkommande rapporter som EI har lanserat. De nya rapporterna är framtagna av Grant Thornton ("Utlåtande: Avseende estimering av kalkylränta (WACC) för elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015", daterad 21 mars 2014), Ernst & Young ("Energimarknadsinspektionen: Uppdaterad WACC för elnätsföretag", daterad 26 mars 2014), De Ridder & Råsbrant ("Några synpunkter på kapitalkostnadsberäkningar avseende svensk elnätsverksamhet", daterad mars 2014) samt Yard ("Utlåtande om kalkylränta för svenska elnätsföretag", daterad 5 mars 2014). En central fråga i sammanhanget är huruvida de beräkningar och slutsatser som anges i mitt utlåtande från den 13 mars 2013 ("Real WACC före skatt för svenska elnätsföretag") borde ändras eller modifieras med hänsyn till innehållet i de nya rapporterna, och i så fall hur värdet på real WACC enligt mitt utlåtande (6,5 %) skulle påverkas.

För uppdragets fullgörande har jag tagit del av de rapporter och det utredningsmaterial som anges i mitt tidigare utlåtande, samt därutöver Grant Thornton's rapport från den 21 mars 2014 ("GT's rapport"), Ernst & Young's rapport från den 26 mars 2014 ("E&Y's rapport"), utlåtandet av De Ridder och Råsbrant ("DeR&R's rapport") samt Yards utlåtande från den 5 mars 2014 ("Yards rapport"). Vidare har jag tagit del av EI's överklagande av Förvaltningsrättens dom från den 20 december 2013 samt kompletteringar av ifrågavarande överklagande från den 28 februari 2014 och den 31 mars 2014.

2. Kalkylmässiga förutsättningar

En beräkning av vägd kapitalkostnad ("WACC") för svenska elnätsföretag måste baseras på vissa förutsättningar gällande bl.a. val av regulatorisk modell, tolkningen av begreppet "marknadsmässig kapitalavkastning" och metodval för att estimerade parametrar som ingår i beräkningen av den aktuella kapitalkostnaden (real vägd kapitalkostnad före skatt, " $r_{WACC}^{fs,REAL}$ "). Det är förvisso inte förvånande att olika värden på denna kapitalkostnad kan estimeras om de begagnade förutsättningarna ändras. De grundläggande förutsättningar som beräkningen av kapitalkostnaden i mitt utlåtande från den 13 mars 2013 byggde på, var:

- a. Regleringsmodellen gäller för svensk elnätsverksamhet, som bedrivs av företag med hemvist i Sverige, under tillsynsperioden 2012 - 2015.
- b. Regleringsmodellen syftar till en "ex ante" bestämning av nätföretagens tariffer, dvs. för tillsynsperioden 2012 - 2015 ska tarifferna vara beslutade senast vid utgången av kalenderåret 2011.
- c. Mått på real kapitalkostnad ska utgöra den *lägsta* nivå på kapitalavkastning som externa kapitalplaceringar fordrar för att tillskjuta och kvarhålla finansiellt kapital i elnätsföretagen. Detta implicerar att företagen över tiden ska vilja genomföra re-investeringar för att bibehålla sin transmissionskapacitet och att avgifterna gentemot slutkunderna i möjligaste mån ska kunna hållas stabila över tiden.

Betingat ovanstående förutsättningar för beräkningen av den vägda reala kapitalkostnaden, framstår merparten av det tillkommande utredningsarbete som presenteras i GT's, E&Y's och Yards rapporter som irrelevant, eller av marginellt intresse. Detta gäller exempelvis:

- *Avsnitt 2* ("WACC för elnät i andra nordiska länder") i *E&Y's rapport*, innehållande en redogörelse för hur den regulatoriska kapitalkostnaden har fastställts i *Danmark*, *Finland* och *Norge*. Den regulatoriska modell som används i Danmark (baserad på obligationslån med panträtt i fastigheter utgivna av hypotekslåneinstitut) är uppenbarligen inte relevant för den svenska regulatoriska modellen. Vidare synes kapitalkostnaderna bestämmas årsvis i Finland och Norge, vilket – tillsammans med andra nationella förutsättningar gällande marknads- och valutarisker samt företagsbeskattning – medför att jämförelsen med svensk elnätsverksamhet blir ointressant.
- *Avsnitt 3* ("Kalkylränta för tillsynsåret 2012") i *GT's rapport*, samt *ex post* beräkningen av real WACC före skatt i *E&Y's rapport* (s. 21-22). I de berörda avsnitten används marknadsbaserade *utfallsdata*, vilket inte är förenligt med en gängse "ex

ante” reglering av tariffer. Därtill är innebörden av en ”utfallsbaserad” kostnad för eget kapital högst oklar – endast när realiserade utfall exakt överensstämmer med ex ante *förväntade* utfall (vilket är extremt ovanligt), kan kostnaden för eget kapital baseras på utfallsdata.

- Avsnittet ”Jämförelse med regler gällande svensk infrastruktur med kommunala ägare” i *Yards rapport*, särskilt avseende bedömningen av en rimlig låneränta för elnätsföretagen. Det torde vara tämligen självklart att upplåning med 5–10 års löptid för att finansiera *kommunalt* ägda VA-nät är väsentligt mindre riskfylld än den mycket långsiktiga lånefinansiering som blir aktuell för privatägda nätföretag.

Jag kan inte heller se att de argument som framförs för att löptiden på den riskfria räntan och nätföretagens upplåning ska sammanfalla med tillsynsperioden 2012 – 2015 (*GT's rapport*), eller att kreditriskpremien ”bör” bestämmas för lån med 10 års löptid (*E&Y's rapport*), är rimliga. Om lånefinansieringens löptid är kortare än den ekonomiska livslängden på de investeringar som finansieras, uppstår en tillkommande finansiell ränterisk. I *GT's rapport* verkar man utgå ifrån att denna risk kan beaktas i de nättariffer som fastställs för olika regleringsperioder, vilket potentiellt kan leda till att tarifferna blir mycket instabila över tiden. I *E&Y's rapport* synes man naivt utgå ifrån att den tillkommande ränterisken ”absorberas” av företagets aktieägare, utan krav på någon riskkompensation i kostnaden för eget kapital.

3. Operativ risk (β_u), finansiell struktur (L) och låneränta (r_D) för elnätsföretag

Vad gäller estimeringen av systematisk operativ risk, kan jag inte se att rapporterna tillför någon ny information som påverkar beräkningen av det estimat som jag fastställde i mitt tidigare utlåtande. Förvisso anges i *DeR&R's rapport* ett lägre värde på jämförelseföretagens operativa beta (β_u), men tillsammans med motsvarande estimat från *GT's* och *E&Y's* rapporter blir det genomsnittliga operativa betavärdet i de tre utredningarna ändå högre än det värde som jag estimerade (0,39, jämfört med mitt värde 0,34).

Jag ser inte heller något skäl att ändra mina parametervärden avseende elnätsföretagens finansiella struktur ($L = 0,5$), lånekostnad ($r_D = 5,3\%$), eller obeståndsrisk ($p_{fail} = 0,0219$). Det bör noteras att dessa parametrar inte bör varieras oberoende av varandra – ett företags lånekostnad samvarierar med företagets obeståndsrisk, vilken i sin tur samvarierar med företagets finansiella skuldsättningsgrad (L). I denna mening är det inte ologiskt att *De Ridder* och *Råsbrant* tilldelar nätföretagens skuldsättningsgrad ett lägre värde ($L = 0,43$) i

kombination med en lägre låneränta ($r_D = 5,0\%$). Däremot är det klart förvånande att mått på obeståndsrisk inte beaktas (i varje fall inte explicit) i de nya rapporterna. Detta betyder att den kostnad för eget kapital som estimeras i samtliga rapporter de facto *inte* motsvarar det krav på kapitalavkastning som aktieägare ställer på verksamma elnätsföretag för att *i förväntan* erhålla det CAPM-baserade kravet på förväntad avkastning.

4. Betydelsen av "verkliga förhållanden" i svensk elnätsverksamhet

Ett explicit syfte i *Yards rapport* är att "söka spegla de verkliga förhållandena i Sverige för elnätsföretagen" (*Yards rapport*, s. 1). Yard verkar därmed mena att en estimerad kapitalkostnad blir mer "realistisk" om analysen baseras på aggregerade finansiella data för svenska elnätsföretag, varvid företagens operativa elnätstillgångar värderas till nukostnadsvärde ("ÅNAV") och med beaktande av den finansiering som utgörs av s.k. latent skatteskulder. Yard anser uppenbarligen att de latent skatteskulderna i betydande utsträckning finansierar företagens elnätsinvesteringar och att detta måste tas i beaktande vid mätningen av real vägd kapitalkostnad före skatt.

Inledningsvis kan noteras att Yards uppfattning om hur latent skatteskulder "borde" beaktas vid mätningen av kapitalkostnaden WACC *inte* är i linje med gängse metodval inom ämnesområdet finansiell ekonomi. WACC avses normalt sett avspegla avkastningskravet på företagets finansiering från den finansiella kapitalmarknaden (dvs. kapital som tillhandahålls av företagets ägare och långivare). Förekommande latent skatteskulder betraktas i detta sammanhang som en *rörelsebetingad skuld*, vilken avräknas mot företagets operativa rörelsetillgångar. I normala värderingsanalyser kommer således bara marknadsbestämda kapitalkostnader förknippade med eget kapital och finansiella skulder att inkluderas i beräkningen av den vägda kapitalkostnaden WACC.

Yards resonemang kan dock motivera en tillkommande analys av hur elnätsföretagens finansiella struktur ser ut "i verkligheten" och hur företagets finansieringsbehov påverkas av förekommande latent skatteskulder. En nukostnadsbaserad värdering av nätföretagens operativa tillgångar är särskilt intressant eftersom det är just detta värde som i en ekonomisk jämviktssituation ska sammanfalla med marknadsvärdet på finansiellt kapital (eget kapital och finansiella skulder). I en sådan jämviktssituation sammanfaller det

diskonterade nuvärdet av företagens framtida kassaflöden ("free cash flows") med nukostnadsvärdet ("ÅNAV" i Yards rapport) på de operativa tillgångarna, vilket betyder att kapitalplaceringarna (aktieägare och långgivare) precis erhåller den marknadsmässiga avkastning som de fordrar för att tillskjuta och kvarhålla kapital i företagen. För att utreda denna frågeställning fordras dock en bättre verklighetsbeskrivning och mer fördjupad analys än den schablonmässiga bedömning som lanseras i Yards rapport (s. 3-6).

Med samma grundläggande syfte som i Yards rapport, bygger min nukostnadsbaserade värderingsanalys på följande antaganden:

- Analysen utgår ifrån det av Yard estimerade nukostnadsvärdet på elnätsföretagens totala anläggningstillgångar i slutet av 2010 ($\text{ÅNAV}_{2010} = 230\,000$ MSEK; Yards rapport, s. 5). För att detta värde ska vara jämförbart med företagens redovisade tillgångsvärden per den 31 december 2011, omräknas det med inflationstakten för år 2011 (2,6 %). Härmed erhålls ett värde på $\text{ÅNAV}_{2011} = 235\,980$ MSEK.
- Värdet på latent skatteskulder bestäms som ett diskonterat nuvärde av de framtida merskatter som nätföretagen kommer att betala i och med att anläggningstillgångarna skattemässigt skrivs av på 5 år (istället för under den ekonomiska livslängden 40 år).¹ Det ekonomiska värdet ("kalkylmässigt restvärde") för de operativa tillgångarna bestäms i enlighet med det avskrivningsförlopp som impliceras av den reala annuitetsmetoden, vilket betyder att det i princip sammanfaller med ÅNAV_{2011} .
- Värdet på finansiell skuldandel ("L" i mitt tidigare utlåtande) bestäms som en funktion av nätföretagens aggregerade finansiella (netto-)skulder och nukostnadsvärdet på de operativa anläggningstillgångarna vid utgången av 2011.

Baserat på redovisningsdata enligt tabell 3 i bilaga till Vinges inlägga till Kammarrätten ("Ekonomie Dr. Mikael Runstens analys av EI:s ekonomiska argument i Komplettering I av den 28 februari 2014 ("Ekonomianalysen")"), föreligger följande aggregerade balansräkning för elnätsföretagen vid utgången av 2011 (belopp i MSEK):²

¹ Begagnad metodik överensstämmer i princip med den ansats som betecknas $Lask(2)_L$ i Skogsvik, "Prognos av finansiell kris med redovisningsmått – En jämförelse mellan traditionell och inflationsjusterad redovisning", HHS/EFI, 1988; s. 180-181.

² Uppdelningen av elnätsföretagens operativa skulder på "rörelseskulder" och "uppskjuten skatt" har beräknats speciellt för tabell 1.

<i>Operativa anläggningstillgångar</i>			
Immateriella anläggningstillgångar	536	<i>Eget kapital</i>	60 554
Materiella anläggningstillgångar	105 130	<i>Finansiella skulder</i>	47 184
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>	620	<i>Operativa skulder</i>	
<i>Operativa omsättningstillgångar</i>	30 477	Rörelseskulder	9 457
<u>Summa:</u>	136 764	Uppskjuten skatt	19 568
		<u>Summa:</u>	136 764

Figur 1: Elnätsföretagens aggregerade balansräkning enligt traditionell redovisning per den 31 december 2011.

I och med att nukostnadsvärdet av nätföretagens operativa anläggningstillgångar uppgår till 235 980 MSEK, betyder detta att en tillkommande obeskattad reserv på 130 314 MSEK (= 235 980 - (536 + 105 130)) föreligger i slutet av år 2011. Nätföretagens ackumulerade obeskattade reserver vid denna tidpunkt kan således estimeras till 204 717 MSEK (= 130 314 + 19 568/0,263), varvid följande nukostnadsbaserade balansräkning föreligger:³

<i>Operativa anläggningstillgångar</i> (ÄNAV ₂₀₁₁)	235 980	Bokfört eget kapital	5 719
<i>Operativa omsättningstillgångar</i>	30 477	Obeskattade reserver	204 717
<u>Summa:</u>	266 457	Rörelseskulder	9 457
		<i>Finansiell nettoskuld</i>	46 564
		<u>Summa:</u>	266 457

Figur 2: Elnätsföretagens aggregerade balansräkning enligt nukostnadsbaserad redovisning per den 31 december 2011.

I Yards rapport har nätföretagens latent skatteskulder beräknats enligt en redovisningsbaserad schablonmetod, dvs. skattesatsen (T_c) år 2011 multiplicerad med det bokförda värdet på de obeskattade reserverna vid utgången av detta kalenderår. Beräkningstekniken är i linje med redovisningens försiktighetsideal, men metodiken innebär att värdet på de aktuella skulderna som regel överdrivs. De latent skatteskulderna förfaller ju inte till betalning vid utgången av år 2011, utan medför att nätföretagens framtida skattebetalningar blir högre när de obeskattade reserverna (motsvarande de tillgångar som ägdes vid utgången av 2011) upplöses under efterföljande räkenskapsår. Vad gäller företagens investeringar i elnäts-tillgångar – vilka skattemässigt kan skrivas av på fem år – uppstår således merskatter när de obeskattade reserverna upplöses under tillgångarnas återstående ekonomiska livslängd.

³ Balansräkningen i figur 2 bygger på att nukostnadsvärdet för "operativa omsättningstillgångar" sammanfaller med motsvarande värde enligt traditionell redovisning. Vidare har "finansiella anläggningstillgångar" (620 MSEK) avräknats mot "finansiella skulder", varvid "finansiell nettoskuld" redovisas i balansräkningen.

Med en positiv diskonteringsränta, är det verkliga värdet av de aktuella merskatterna förvisso lägre än vad som erhålls med Yards beräkning. Detta innebär att den "räntefria skattekredit" som Yard har beräknat – 52 600 MSEK (s. 6; Yards rapport) – utgör ett fiktivt skuldbelopp, vilket väsentlig överdriver det verkliga värdet på denna skattekredit. Med de skattemässiga regler för avskrivningar på maskiner och inventarier som gäller för svenska aktiebolag, är det således direkt vilseledande att påstå att elnätsföretagen skulle ha erhållit en räntefri skuldfinansiering med ett värde på 52 600 MSEK. Beloppet bygger ju på en redovisningsbaserad beräkningsprincip, vilken inte syftar till att bestämma något "verkligt värde" på dessa skulder. Beloppet kan således *inte* ens approximativt förväntas utgöra något rättvisande mått på det marknadsmässiga värdet av den skuldfinansiering som nätföretagen har erhållit genom att skattemässigt kunna skriva av sina nättillgångar under kortare perioder än tillgångarnas ekonomiska livslängd.

Ett diskonterat nuvärde av de framtida merskatter som uppstår på grund av nätföretagens obeskattade reserver kan dock estimeras med hjälp av en numerisk modellanalys. I linje med det exempel som förekommer i Yards rapport (s. 4-5), antas härvidlag:

- Ett över tiden jämnt investeringsförlopp, med lika stora reala nyinvesteringar i nättillgångar vart 5:e kalenderår. Vid utgången av år t uppgår nuanskaffningsvärdet (NUAV) till I kronor för varje nättillgång som företaget har i drift.
- Real annuitetsbaserad avskrivning över en ekonomisk livslängd på 40 år, beräknad med den vägda kapitalkostnaden $r_{WACC}^{fs,REAL} = 6,5\%$, används för nättillgångarna.
- Linjär skattemässig avskrivning över 5 år för samtliga nättillgångar. I linje med gängse värderingsmetodik nuvärdesberäknas framtida merskatter med nominell låneränta före skatt, vilken i enlighet med Yards konsekvensanalys av Förvaltningsrättens dom uppgår till 5,0 % (Yards rapport, s. 2).

Erhållna numeriska resultat presenteras i tabell 1 nedan. I tabellen framgår t.ex. att det nukostnadsbaserade restvärdet $Nkv_t^{(ann)}$ på den investering som har gjorts det senaste året t (investering #8) uppgår till $0,9943 \cdot I$ och att det skattemässiga värdet (Skv_t) för denna investering är $0,80 \cdot I$. Skillnaden mellan $0,9943 \cdot I$ och $0,80 \cdot I (= 0,1943 \cdot I)$ utgör värdet på den obeskattade reserv (OR_t) som hänförs till denna investering, och i den sjätte kolumnen anges det diskonterade nuvärdet ($= 0,0145 \cdot I$) av de merskatter ($Lask_t$) som denna reserv genererar åren $t+5$ till år $t+40$.

Investering	Invest.år	$Nkv_t^{(ann)}$	Skv_t	OR_t	$Lask_t$
#8	t	0,9943·I	0,80·I	0,1943·I	0,0145·I
#7	t-5	0,9598·I	0	0,9598·I	0,0902·I
#6	t-10	0,9125·I	0	0,9125·I	0,1008·I
#5	t-15	0,8477·I	0	0,8477·I	0,1086·I
#4	t-20	0,7589·I	0	0,7589·I	0,1134·I
#3	t-25	0,6372·I	0	0,6372·I	0,1078·I
#2	t-30	0,4705·I	0	0,4705·I	0,0958·I
#1	t-35	0,2422·I	0	0,2422·I	0,0562·I
Summa:		5,8230·I	0,80·I	5,0230·I	0,6874·I

Tabell 1: Modellföretag med reallt konstanta investeringar uppgående till I vart 5:e år.
Beteckningar: $Nkv_t^{(ann)}$ = annuitetsbaserat nukostnadsvärde i slutet av år t, Skv_t = skattemässigt restvärde i slutet av år t, OR_t = obeskattad reserv i slutet av år t, och $Lask_t$ = nuvärdeberäknad latent skatteskuld i slutet av år t.

I linje med tabell 1 är kvoten mellan modellföretagets nuvärdeberäknade latent skatteskulder och totala obeskattade reserver vid utgången av år t:

$$(1) \quad \frac{Lask_t}{OR_t} = \frac{0,6874 \cdot I}{5,0230 \cdot I} = 0,1368$$

I ett tänkt bestånd av normallönsamma elnätsföretag kan de aggregerade latent skatteskulderna estimeras genom att faktorn 0,1368 multipliceras med företagets totala obeskattade reserver. Applicerat på balansräkningen enligt figur 2 ovan, erhålls för de svenska elnätsföretagen därmed ett värde på 28 014 MSEK (= 0,1368·204 717 MSEK).⁴ Således kan ett approximativt värde på nätföretagens aggregerade, nukostnadsbaserade, värde på eget kapital beräknas enligt följande:

$$(2) \quad EK_{2011}^{(ANAV)} \approx (\text{Bokfört EK})_{2011} + [(\text{Obeskattade reserver})_{2011} - (\text{Latenta skatteskulder})_{2011}] = 5\,719 + (204\,717 - 28\,014) = 182\,422 \text{ MSEK}$$

Med företagets rörelseskulder nettoavräknade mot operativa omsättningstillgångar, erhålls härmed balansräkningen i figur 3 nedan. Uppställningen visar att det estimerade marknadsvärdet av nätföretagens latent skatteskulder bara uppgår till ungefär hälften av det värde som

⁴ Notera att i ett "steady state" med framtida 0-tillväxt och utan nominella prisändringar, skulle den estimerade latent skatteskulden (28 014 MSEK) vara konstant över tiden. Detta skulle betyda att nätföretagen skulle betala en bolagsskatt motsvarande 26,3 % av framtida redovisade vinster (före skatt) under framtida kalenderår.

<i>Operativa anläggningstillgångar</i> (ANAV ₂₀₁₁)	235 980	EK ₂₀₁₁ ^(ANAV)	182 422
<i>Operativt rörelsekapital</i>	<u>21 020</u>	<i>Latenta skatteskulder</i>	28 014
<u>Summa:</u>	257 000	<i>Finansiell nettoskuld</i>	<u>46 564</u>
		<u>Summa:</u>	257 000

Figur 3: Elnätsföretagens aggregerade balansräkning enligt nukostnadsbaserad redovisning och nuvärdeberäknade latenta skatteskulder per den 31 december 2011.

Yard anger i sin rapport. Vidare framgår att de latenta skatteskulderna inte enbart finansierar elnättillgångar, utan även företagets operativa rörelsekapital. Detta betyder de facto att bara 6 994 MSEK (= 28 014 MSEK - 21 020 MSEK) av de latenta skatteskulderna kan sägas bidra till finansieringen av företagets operativa anläggningstillgångar.

Med användning av samma kalkyllogik och parametervärden som i Yards rapport (s. 6), skulle värdet på nominell WACC före skatt nu bli:

$$(3) \quad r_{WACC,t}^{fs} = 10,76\% \cdot (182\,422 / (257\,000 - 21\,020)) + 5,0\% \cdot (46\,564 / (257\,000 - 21\,020)) = \\ = 10,76\% \cdot 0,773 + 5,0\% \cdot 0,197 = 9,30\%$$

Med en förväntad inflationstakt på 2,0 %, blir därmed *real WACC före skatt* ungefär 7,2 % (= 1,0930/1,02 - 1), dvs. *väsentligt högre* än det värde på 5,44 % som anges i Yards rapport.

Avslutningsvis kan det vara av intresse att illustrera vilken effekt den "verklighetsbaserade" finansiella strukturen enligt figur 3 ovan skulle få på beräkningen av den vägda kapitalkostnaden i mitt tidigare utlåtande. I dylikt fall skulle nuvärdet av framtida merskatter beräknas med den av mig estimerade låneräntan, $r_D = 5,3\%$, varvid värdet på de latenta skatteskulderna skulle minska något i ovanstående modellanalys och kvoten $Lask_t/OR_t$ skulle bli något lägre (= 0,1326). Därmed skulle den estimerade andelen latenta skatteskulder i nätföretagens finansiella struktur reduceras till 0,026 och andelen eget kapital öka till 0,777, varvid nätföretagens betavärde för eget kapital kan re-estimeras:

$$(4) \quad \beta'_E = \beta_u (1 + D/E) = \\ = 0,34 \cdot [1 + (0,026 + 0,197) / 0,777] = 0,44$$

Den förväntade kapitalkostnaden på eget kapital blir därmed $E(\tilde{r}'_E) = 3,19\% + (4,75\%) \cdot 0,44 = 5,27\%$ och kapitalkostnaden r_E för ett verksamt ("levande") nätföretag skulle uppgå till $(5,27\% + 2,19\%) / (1 - 0,0219) = 7,63\%$. Med en nominell låneränta på 5,3 % blir således den vägda nominella kapitalkostnaden före skatt:

(5) $r_{WACC}^{fs} = [7,63\% \cdot 0,777 + 5,3\% \cdot (1 - 0,263) \cdot 0,197] / (1 - 0,263) = 9,09 \%$

Real WACC före skatt blir härmed knappt **7,0 %** (= 1,0909/1,02 - 1), dvs. ungefär en halv procentenhet *högre* än det värde på real WACC som estimerades i mitt tidigare utlåtande.

5. Avslutande kommentarer

Beräkningen av real WACC (före skatt) för svenska elnätsföretag vid utgången av 2011 utmynnade i ett värde på 6,5 % i mitt utlåtande från den 13 mars 2013. I likhet med alla analyser av det aktuella slaget, byggde min beräkning på ett antal förutsättningar angående t.ex. utformningen av den regulatoriska modellen och tolkningen av kravet på ”marknads-mässig” kapitalavkastning. Vidare måste ett antal parametrar estimeras med hjälp av tillgängliga empiriska data för i första hand marknadsräntor och aktiemarknader. Jag kan dock inte se att det tillkommande utredningsarbete – avseende alternativa regulatoriska modeller, andra institutionella förutsättningar, eller alternativa schabloner för att estimeras modellparametrar – som EI har lanserat i samband med sitt överklagande av Förvaltningsrättens dom, motiverar någon ändring av innehållet i mitt tidigare utlåtande. Särskilt GT’s, E&Y’s och Yards rapporter behandlar frågeställningar, eller bygger på förutsättningar, som är mer eller mindre irrelevanta i sammanhanget. Ingentenda av rapporterna innehåller heller några metodmässiga förbättringar för estimeringen de modellparametrar som ingår i kalkylen av den vägda kapitalkostnaden. Jag noterar också att rapporterna är logiskt inkonsekventa i sättet att beakta nätföretagens obeståndsrisk – i företagets finansiella lånekostnad beaktas denna risk, medan man vid estimeringen av kostnaden för eget kapital ignorerar obeståndsrisk.

Yards rapport inkluderar en grov ansats för att beakta betydelsen av nätföretagens latent skatteskulder vid bestämningen av vägd kapitalkostnad. Hans analys är dock behäftad med två fundamentala brister – dels *nuvärdesberäknas inte* de framtida merskatter som de latent skatteskulderna ger upphov till, dels beaktas inte det finansieringsbehov som uppstår på grund av företagets kapitalbindning i *operativt rörelsekapital*. Om dessa brister korrigeras, blir det beräknade värdet på real WACC före skatt ungefär 7,2 % med de förutsättningar som anges i Yards konsekvensanalys av Förvaltningsrättens dom. Om Yards nukostnadsbaserade ansats för att bestämma nätföretagens finansiella struktur skulle ha använts i mitt tidigare utlåtande – med av mig begagnade förutsättningar och parameterestimater i övrigt oförändrade – skulle beräknad real WACC före skatt ha blivit ungefär 7,0 %. Således kvarstår min uppfattning att

den estimerade vägda kapitalkostnaden i mitt utlåtande från den 13 mars 2013 – 6,5 % –
snarast utgör ett försiktigt beräknat värde på real WACC före skatt för svenska elnätsföretag i
slutet av 2011.

Stockholm den 3 juli 2014,


Kenth Skogsvik

Professor Extern Redovisning och Finansiering

Handelshögskolan i Stockholm