



**Kommentarer till uppdaterade
WACC-beräkningar avseende
elnätsföretag framförda av
Energimarknadsinspektionen**

2014-07-10

Innehåll

1.	Bakgrund och uppdrag	2
2.	Sammanfattande slutsatser	2
3.	Allmänt om tidsperspektivet i WACC-beräkningen	4
4.	Kommentarer till EY:s utlåtande	9
5.	Illustration av WACC justerad för tidsperiod	14
6.	Kommentarer till Grant Thorntons utlåtande	16
7.	Kommentarer till De Ridder och Råsbrant	16

1. Bakgrund och uppdrag

KPMG har i rapport, daterad 2013-03-21, avgett sakkunnigutlåtande ("KPMG 1") avseende lämpligt avkastningskrav (WACC) för elnätsföretag i samband med en tvist mellan Fortum Distribution AB och Energimarknadsinspektionen ("EI") relaterad till regleringen av elnätsoperatörer. EI har i en inläga till Kammarrätten i Jönköping 2014-03-31 ("Inlagan") framfört nya uppskattningar av WACC-ränta för tillsynsperioden 2012-2015. Till grund för denna inläga har EI inhämtat utlåtanden från EY (Bilaga 1 i Inlagan), Grant Thornton ("GT") (Bilaga 2 i Inlagan) samt Adri De Ridder & Jonas Råsbrant (Bilaga 3 i Inlagan) (tillsammans kallade "Konsultrapporterna").

KPMG Corporate Finance ("KPMG"), ett affärsområde inom KPMG AB, har fått i uppdrag av Fortum Distribution AB, via deras juridiska ombud Advokatfirman Vinge KB, att kommentera WACC-beräkningarna i Konsultrapporterna.

2. Sammanfattande slutsatser

Tidsperspektiv

Enligt vår mening är det uppenbart att EI:s ansats i beslutet om intäktsramar var att den regulatoriska WACC-räntan skulle spegla en långsiktigt uthållig nivå, dvs. att WACC:en skulle baseras på parametrar som speglade uthålliga nivåer i långsiktig ekonomisk jämvikt. De argument som EI nu för fram i Inlagan tyder dock på en fundamental perspektivförskjutning mot en mer kortsiktig WACC som inte stämmer överens med vad EI angav i beslutet.

Vår uppfattning är att EI hade goda grunder för att i beslutet eftersträva en långsiktigt uthållig nivå på WACC-räntan. Vi kommer nedan redovisa varför vi har denna uppfattning. WACC-räntor som uppskattas momentant (dvs. som uppskattas för att spegla kapitalkostnaden vid ett givet tillfälle) riskerar att leda till stora avvikelser mellan den regulatoriska och faktiska WACC-räntan. Detta innebär i sin tur en ökad risk för operatörerna. Vi visar också att en WACC-ränta baserat på prognoser för reglerperioden har samma inneboende problem. En WACC baserad på ett uthålligt perspektiv kommer emellertid ge förutsättningar för

- förutsägbarhet för operatörernas investeringar,
- stabila priser samt
- en minskad risk för under- och överkompensation för operatörerna.

Sammanfattande kommentarer till EY:s utlåtande

Vi har följande sammanfattande synpunkter på EY:s utlåtande:

Vi anser, vilket framgår ovan, att det tidsperspektiv som EY anlägger, dvs. en uppskattning av WACC för reglerperioden baserat på prognostiserade nivåer på riskfri ränta, kan innebära systematiska avvikelser från den faktiska kapitalkostnaden. Dessutom anser vi att EY i sin beräkning av WACC med reglerperioden som tidsperspektiv gör felaktiga parameterantaganden som leder till att WACC:en underskattas. När vi justerar vår uppskattning av WACC-räntan för

att endast spegla den kommande reglerperioden (dvs. baserat på EY:s uppskattade riskfria ränta och inflation) och inte för att spegla en långsiktigt uthållig WACC, resulterar vår beräkning i en WACC om 6,6-7,4 procent, dvs. högre än den av Fortum yrkade WACC-räntan.

EY baserar sin uppskattning av den riskfria räntan på en statsränta med 10 års löptid. Enligt vedertagen ekonomisk teori ska löptiden i kapitalkostnaden spegla löptiden på investeringen. EY tycks dela denna uppfattning men argumenterar för att praktiker i regel använder 10-årsräntor i värderingssammanhang. Givet kalkylräntans betydelse för intäktsramen anser vi emellertid inte att vad EY anför motiverar ett avsteg från en teoretiskt korrekt metod och vi vidhåller att 30-årsräntan är betydligt mer relevant för att bedöma WACC-räntan.

EY tillämpar ett lägre specifikt riskpåslag än KPMG. Sammanfattningsvis upplever vi emellertid inte att det finns några principiella skillnader mellan KPMG:s och EY:s syn på den särskilda riskpremien men att beräkningarna speglar kapitalkostnaden i två olika situationer och för två olika tillgångar. EY:s specifika riskpåslag speglar kapitalkostnaden endast för de större nätföretagen medan KPMG tillämpar ett specifikt riskpåslag som ska spegla de faktiska förhållandena för ett genomsnittligt nätföretag i Sverige. En potentiell effekt av EY:s perspektiv är att mindre elnätbolag inte kan attrahera kapital och därmed slås ut.

EY baserar sin kreditriskpremie för lånat kapital på skillnaden mellan observerade räntor och den riskfria räntan. I praktiken sätts sällan företagsräntor i förhållande den riskfria räntan utan med interbankräntan som bas. Vi anser att EY:s analys av de historiska kreditriskpremierna störs av tillfälliga fluktuationer i skillnaden mellan bankräntan och interbankräntan. Sammantaget anser vi att EY underskattar kreditriskpåslaget under såväl tillsynsperioden (där för lite vikt fästs vid de nuvarande tillfälligt höga kreditriskpåslagen) som ett långsiktigt perspektiv (där ingen justering görs för den låga finansieringskostnaden i banksektorn 2002-2005).

Slutligen anser vi att EY:s beskrivning av regulatoriska kalkylräntor i elnätregleringarna i de övriga nordiska länderna saknar relevans i sammanhanget.

Sammanfattande kommentarer till Grant Thorntons utlåtande

Grant Thorntons utlåtande för den kommande reglerperioden har en grundläggande felaktig teoretisk utgångspunkt och snarare speglar en momentan WACC för en investering med kort löptid (4 år) än en WACC för den kommande fyraårsperioden för en investering med en lång löptid. Övriga beräkningar av WACC avser historiska perioder och är, såvitt vi kan bedöma, betydelselösa i denna diskussion och vi har därför inte sett anledning att kommentera Grant Thorntons utlåtande närmare.

Sammanfattande kommentarer till De Ridder och Råsbrant

Vi anser inte att De Ridder och Råsbrant redogjort för sina antaganden på ett sådant sätt att en granskning av, och diskussion kring, dessa parametrar låter sig göras. Utlåtandet är mer fokuserat på grundläggande WACC-teori. I och med att de centrala skillnaderna mellan uppskattningarna av de olika sakkunniga i detta ärende avser uppskattning av parametrarna i WACC, och inte den bakomliggande teorin, tillför De Ridder och Råsbrants utlåtande mycket lite. Vi finner det därför inte meningsfullt att kommentera detta utlåtande närmare.

3. Allmänt om tidsperspektivet i WACC-beräkningen

Enligt vår mening är det uppenbart att EI:s ansats i beslutet var att den regulatoriska WACC-räntan skulle spegla en långsiktigt uthållig nivå, dvs. baseras på parametrar som speglade uthålliga nivåer i långsiktig ekonomisk jämvikt. Vi har därför i KPMG 1 anlagt ett långsiktigt perspektiv och uppskattat en långsiktigt uthållig WACC. Vi utgår från att detta fortfarande är det relevanta perspektivet och har därmed inte sett någon anledning att justera vår tidigare uppskattning av WACC för reglerperioden.

I de nya konsultrapporter som bilagts till Inlagan diskuteras, trots innehållet i EI:s beslut, vilket tidsperspektiv som ska läggas till grund för uppskattningen av WACC för tillsynsperioden. Vi kommer därför att ge en beskrivning av vilka olika tidsperspektiv som kan anläggas vid uppskattningen av WACC samt diskutera för- och nackdelar med dessa.

EI:s utgångspunkt för WACC-beräkningen

De utlåtanden som EI inhämtade inför sin ursprungliga bedömning av en lämplig WACC för tillsynsperioden 2012-2015 (även de utförda av EY och GT) avsåg momentana WACC-räntor som inte var justerade för ett långsiktigt perspektiv. EI ansåg emellertid vid tidpunkten för beslutet att det var mer lämpligt att tillämpa ett långsiktigt perspektiv.¹ I underbilaga 4 till bilaga 3 till beslutet skriver EI bland annat följande:

EI anser vid en sammantagen bedömning att det vore bättre att anlägga ett långsiktigt perspektiv vid fastställande av den riskfria räntan.

Vidare skriver EI:

EI bedömer dock att det kan vara att föredra att utgå från Riksbankens mål för inflation och en långsiktig förväntan av utvecklingen av BNP ger en stabil grund för den riskfria räntenivån [sic].

Det är för oss uppenbart att EI:s ansats vid detta tillfälle var att den regulatoriska WACC-räntan skulle spegla en långsiktigt uthållig nivå, dvs. baseras på parametrar som speglade uthålliga nivåer i långsiktig ekonomisk jämvikt. Detta framgår inte minst av den metod som EI använde sig av för att fastställa den riskfria räntan. EI:s bedömning av WACC-räntan och den riskfria räntan tycks inte vara knuten till prognoser för någon viss tidsperiod utan har ett mer långsiktigt perspektiv.

I Inlagan har EI inhämtat uppdaterade sakkunnigutlåtanden avseende lämpliga WACC-räntor för tillsynsperioden, dvs. en framåtblickande WACC men som baseras på prognoser som endast avser perioden 2012-2015. Vi noterar här en fundamental perspektivförskjutning från den i beslutet kommunicerade principen att WACC-räntan ska spegla en långsiktigt uthållig nivå till att spegla den aktuella förväntningen avseende ränteutvecklingen under en framtida fyraårsperiod. Som framgår nedan anser vi att det finns ett antal väsentliga nackdelar med ett sådant perspektiv och att EI hade goda grunder för sitt beslut att tillämpa en långsiktigt uthållig ansats.

¹ Energimarknadsinspektionen "Kalkylränta i elnätsverksamhet", 2011:07, bilaga 4 sid 9 ff.

Fluktuerande och stabil WACC

Vi kommer i det följande att beskriva de principiella skillnaderna mellan en fluktuerande WACC och en stabil WACC. Detta kommer att göras genom att illustrera tre olika principer för att bestämma den regulatoriska WACC-räntan

- 1) Momentan WACC (fluktuerande),
- 2) Långsiktigt uthållig WACC (stabil) och
- 3) WACC med reglerperioden som tidsperspektiv (fluktuerande).

Gemensamt för samtliga alternativ ovan är att WACC-räntan, enligt vedertagen finansiell metodik, ska beräknas med utgångspunkt från den aktuella investeringens/anläggningens ekonomiska livslängd². En investering med lång livslängd leder således i samtliga tre alternativ ovan till en WACC som speglar en kapitalkostnad för långsiktig kapitalbindning (och en investering med kort livslängd leder till en WACC som speglar en kortsiktig kapitalbindning).

En *långsiktigt uthållig/stabil WACC* avser dock något helt annat, nämligen en regulatorisk *ex ante*-WACC som fastställs (oavsett livslängd) med syftet att göra en "neutralisering" avseende parametrar som påverkas av konjunkturen såsom riskfri ränta, kreditriskpremie och marknadsriskpremie. Därigenom beräknas en *ex ante*-WACC som är konjunkturjusterad och fluktuerar mindre mellan tillsynsperioderna än en "momentan" WACC utan motsvarande konjunkturjustering. Syftet är således att dämpa svängningarna i WACC:en, och därmed kundernas tariffer, mellan tillsynsperioderna. Vi återkommer till olika aspekter av detta nedan.

Momentan WACC

Med kapitalkostnad avses den avkastning som en investerare kräver för att investera i en tillgång vid ett givet tillfälle. Kapitalkostnaden ska därför spegla den alternativa avkastning som investeraren skulle kunna generera vid en likartad, alternativ, investering. Med likartad avses i finansiella sammanhang en investering som uppvisar samma finansiella risk.

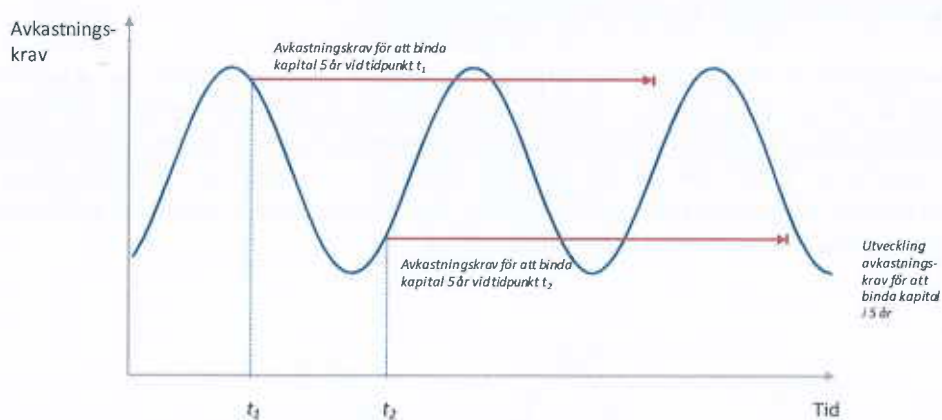
Av resonemanget ovan följer att kapitalkostnaden vid utvärderingar av investeringar eller vid värderingar bör reflektera kapitalkostnaden vid ett givet tillfälle. Detta eftersom en investerare som utvärderar en investering/förvärv står inför valet att investera/förvärva tillgången eller allokera kapitalet till alternativa placeringar. Den relevanta WACC:en vid varje investeringsbeslut ska därför spegla kapitalkostnaden vid just det tillfället. Vi kommer i det följande benämna en sådan kapitalkostnad *momentan kapitalkostnad* eller *momentan WACC*.

Som ett illustrativt exempel kan nämnas en investering i en obligation med en ränta om 5 procent. En investerare som står i begrepp att investera i obligationen kommer att jämföra avkastningen i obligationen med avkastningen som kan erhållas vid andra investeringar med liknande risk vid detta investeringstillfälle. Den relevanta kapitalkostnaden i denna situation är den momentana kapitalkostnaden, dvs. en kapitalkostnad som speglar den alternativa avkastning som kan erhållas

² Se t.ex. Damodaran, A., "Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd edition, sid. 155; Hitchner, J.R., "Financial Valuation – Applications and Models, 2nd edition, sid. 164; Koller, Goedhart & Wessels, "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, sid 241.

vid just detta tillfälle. Om den alternativa avkastningen (dvs. kapitalkostnaden) överstiger 5 procent kommer investeraren inte att investera i obligationen. Om den alternativa avkastningen (dvs. kapitalkostnaden) understiger 5 procent kommer investeraren att investera i obligationen.

En momentan WACC är framåtblickande i så motto att den speglar vad en investerare kräver för avkastning under investeringens löptid men med är momentan i så motto att den speglar den aktuella kapitalkostnaden vid ett givet tillfälle. Vad en investerare kräver för att binda pengar för en kommande tidsperiod kommer att fluktuera över tiden. Sambandet illustreras i figuren nedan.



Långsiktigt uthållig WACC

Bedömningen av operatörernas intäktsramar enligt regleringsmodellen baseras på en s.k. *ex ante*-ansats. Detta innebär att operatörernas intäktsram bestäms innan reglerperioden och utan justering för faktiskt utfall (med undantag för några kostnadskomponenter). Det innebär att den WACC som ska utgå under reglerperioden bör spegla en framtida kapitalkostnad. En naturlig följd av en *ex ante*-reglering är därför att den WACC som bestäms för reglerperioden kan komma att avvika från den faktiska kapitalkostnaden under reglerperioden.

För att återknyta till exemplet med obligationen ovan kan sägas att en reglering innebär att investeraren förbinda sig att investera till den kända avkastningen (5 procent) under en bestämd tidsperiod utan att känna till den faktiska kapitalavkastningen under denna tidsperiod (den momentana kapitalavkastningen).

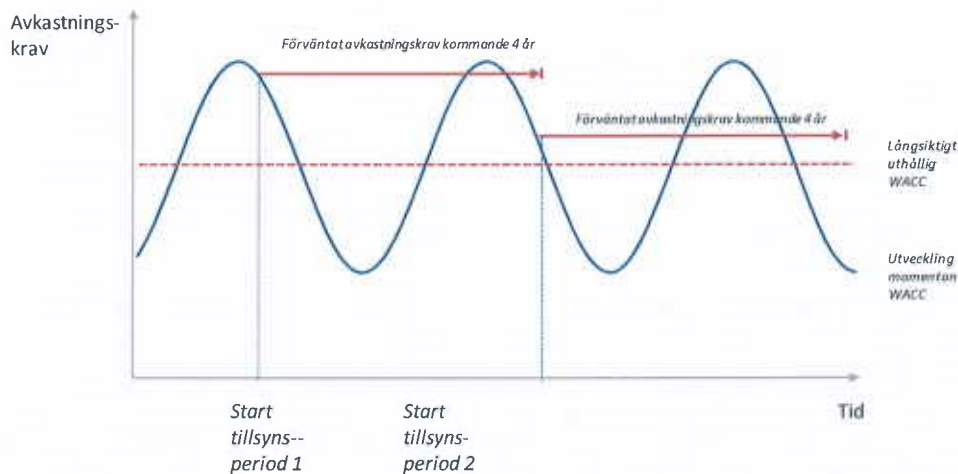
Ei har, mot bakgrund av detta, grundat sitt beslut om intäktsramar på en tanke om att tillämpa en uthållig/långsiktig WACC som ska vara stabil över tiden. En sådan WACC skulle under vissa perioder kunna överkompensera och i vissa perioder underkompensera operatörerna. Tanken är dock att operatörerna i genomsnitt och under en längre tidsperiod kommer att få korrekt kompensation. Vi kommer i det följande att benämna denna för *långsiktigt uthållig kapitalkostnad* eller *långsiktigt uthållig WACC*.

WACC med reglerperioden som tidsperspektiv

Det har i den senaste inlagan från EI förts fram ytterligare ett perspektiv, nämligen att basera WACC-räntan på den förväntade framtida nivån under reglerperioden.

En WACC som beräknas enligt denna princip (dvs. för en kommande fyraårsperiod) kommer sannolikt avvika från den långsiktigt uthålliga nivån och istället spegla de aktuella förväntningarna för den kommande fyraårsperioden vid varje uppskattningstillfälle. Risken är här att reglerperioderna inte sammanfaller med cykeln i kapitalkostnaden på ett sätt att den över tiden ger en avkastning motsvarande det faktiska avkastningskravet.

Om reglerperioderna av en händelse vid upprepade tillfällen skulle påbörjas i ett ekonomiskt högränteläge, skulle den regulatoriska WACC:en systematiskt komma att överstiga det faktiska avkastningskravet och leda till en systematisk överkompensation. Figuren nedan visar ett exempel där den regulatoriska WACC:en för två perioder sätts i en situation där förväntningarna på kapitalkostnaden överstiger den uthålliga WACC:en. En sådan situation innebär att operatörerna överkompenseras pga. slumpmässiga ekonomiska cykler.



KPMG:s uppfattning är att EI hade goda skäl att i beslutet tillämpa ansatsen att den regulatoriska WACC-räntan ska vara långsiktigt uthållig

Som framgår av resonemanget ovan kan WACC beräknas som en *fluktuerande WACC* eller en *stabil WACC*. En fluktuerande WACC kan antingen baseras på parametrar som uppskattas för att spegla den aktuella kapitalkostnaden (momentan WACC) eller aktuella prognoser för en given tidsperiod (WACC för reglerperioden). En stabil WACC tar sin utgångspunkt i parametrar som ska spegla de långsiktigt uthålliga nivåerna. Tabellen nedan speglar dessa samband samt några karakteristika:

	<i>Fluktuerande WACC</i>		<i>Stabil WACC</i>
	Momentan	För reglerperioden	Långsiktigt stabil/ uthållig
Uppskattning av parametrar	Aktuella nivåer	Aktuella prognoser för en specifik period	Långsiktiga nivåer
Parametrar förändras över tid	Ja	Ja	Vid behov (uppdateras för strukturella förändringar)
Genererar ersättning i nivå med faktisk kapitalkostnad på lång sikt	Ej nödvändigtvis	Ej nödvändigtvis	Ja (om korrekt uppskattad)
Osäkerhet i investeringsbeslut	Hög	Hög	Låg

Det är värt att i detta sammanhang poängtera att samtliga parametrar i WACC-beräkningen inte nödvändigtvis varierar över tid utan till sin natur är relativt långsiktiga. De parametrar som framför allt varierar över tid är riskfri ränta, marknadsriskpremie och kreditriskpremien.

KPMG är av uppfattningen att EI hade goda skäl för sitt principiella ställningstagande att låta den relevanta kapitalkostnaden för en *ex ante*-reglering vara en långsiktig uthållig WACC, dvs. en WACC som är oberoende av fluktuationer som kan påverka WACC under reglerperioden.

En fluktuerande WACC (momentan eller för reglerperioden) riskerar att leda till fluktuationer i intäktsramen mellan perioderna och i sin tur till en ökad risk för operatörerna och kunderna. De långa livslängderna i investeringarna innebär att denna risk är betydande. En operatör som genomför en investering med en lång livslängd (och därmed lång finansieringsperiod) måste kunna bilda sig en uppfattning om vilka intäkter investeringen kommer att generera på lång sikt för att kunna fatta ett korrekt investeringsbeslut.

En regulatorisk WACC som uppskattas som den förväntade WACC:en under varje reglerperiod för sig och som uppdateras mellan perioderna medför följande risker:

- Den faktiska avkastningen på investeringarna påverkas av konjunkturen och kortsiktiga fluktuationer i kapitalkostnader vilket gör långsiktiga investeringar svåra att utvärdera och ökar risken i investeringarna.
- Det finns ingenting som säkerställer att den genomsnittliga regulatoriska WACC:en faktiskt speglar en långsiktig kapitalkostnad vilket kan leda till såväl över- som underkompensation

En WACC som uppskattas momentant eller för en tillsynsperiod i taget kommer även innebära en fluktuation i intäktsramen som potentiellt sett kan komma att innebära variationer i priserna för slutkonsumenten. Med andra ord kan den finansiella risken komma att läggas över på kunderna.

Vidare anser vi att en uppskattning av en WACC-ränta för en kommande fyraårsperiod är behäftad med större osäkerhet än uppskattningen av en långsiktigt uthållig WACC. Detta kan te

sig paradoxalt men följer av att ekonomin under en fyraårsperiod upplever konjunkturssvängningar och extraordinära händelser (finanskriser, politiska oroligheter etc.) som är mycket svåra att prognostisera. En uthållig WACC kan uppskattas baserat på långsiktiga ekonomiska samband och är inte beroende av möjligheten att förutspå kortsiktiga ekonomiska fluktuationer. Detta innebär att EI:s i Inlagan framförda ståndpunkt att en regulatorisk WACC som speglar prognostiserade nivåer under tillsynsperioden ska tillämpas skapar betydligt större osäkerhet och risk för operatörerna i förhållande till en stabilt uthållig WACC. Denna ökade risk torde öka avkastningskravet i sig.

Sammantaget anser vi därför att en regulatorisk WACC som baseras på aktuella nivåer (momentan) eller prognoser över en kommande fyraårsperiod är behäftad med betydligt större osäkerhet och risk för systematisk över- eller underkompensation än en regulatorisk WACC som baseras på en långsiktigt uthållig nivå.

4. Kommentarer till EY:s utlåtande

I det följande kommer vi att kommentera de områden i EY:s utlåtande där vi anser att det finns principiella skillnader mellan våra utgångspunkter eller slutsatser. Vi kommer emellertid även, för tydlighetens skull, att redogöra för de områden där våra slutsatser sammanfaller med EY:s. Vår disposition följer den i EY:s utlåtande och vi använder för jämförbarhetens skull samma rubricering.

Momentan eller uthållig WACC

Skillnaden i momentan respektive uthållig WACC har diskuterats ovan. EY menar att en tillämpning av en långsiktigt uthållig WACC innebär överkompensation under vissa perioder och underkompensation under andra. Detta i och med att den uthålliga WACC:en från tid till annan kommer att avvika från den momentana WACC:en. Som beskrivits ovan anser vi att risken för över- och underkompensation är större vid en prognos för en fyraårsperiod än vid en uppskattning av en långsiktigt uthållig WACC. Som också beskrivits ovan kommer en uthållig WACC i genomsnitt att ge en korrekt kompensation till operatörerna och potentiellt även mindre fluktuationer i tarifferna för elnätscustomer. Den kommer dessutom att ge en minskad osäkerhet och därmed risk i investeringstillfällena.

Marknadsriskpremie

Vi uppfattar att EY i princip delar vår uppfattning att marknadsriskpremien och den riskfria räntan är kommunicerande kärn och att de bör definieras konsekvent. KPMG har baserat uppskattningen av WACC på en långsiktigt uthållig nivå på den riskfria räntan och därmed också en uthållig nivå på marknadsriskpremien. Vi upplever inte att EY framför någon avvikande uppfattning i denna fråga.

Konsekvens i WACC-parametrarna

Vi delar EY:s uppfattning om att betavärde och kapitalstruktur ska uppskattas med ett framåtblickande perspektiv och uppskattas som jämviktswärden. Detta görs i regel på det sätt som EY gör, dvs. genom analys av historiska nivåer. Undantaget är situationer där det finns anledning att tro att betavärde och optimal skuldsättningsgrad nyligen skulle ha ändrats till följd av ändrad

riskprofil i bolagets verksamhet etc. Det finns enligt vår uppfattning ingen anledning att tro att så skulle vara fallen i denna typ av verksamhet och vi anser därför EY:s ansats vara riktig.

Elnät i andra nordiska länder

Vi har inte haft i uppdrag att göra motsvarande analys som EY gjort vad avser WACC för elnät i andra länder men vi har följande generella kommentarer.

Inledningsvis kan konstateras att den regulatoriska WACC:en bör spegla ett rimligt avkastningskrav för *svenska* elnätsoperatörer och det är i sig inte relevant vad andra länders regleringar har för avkastningskrav. Som exempel kan nämnas den danska regleringen som utgår från en realobligationsränta och knappast speglar ett rimligt avkastningskrav för nätbolagens samtliga finansärer.

Dessutom skiljer sig regleringarna åt vad avser hur intäktsramen justeras för faktiskt utfall vilket innebär olika risknivåer för operatörerna. I Finland uppdateras WACC:en årligen vilket innebär en annan riskprofil i förhållande till den svenska regleringen där WACC:en gäller i fyra år.

Av bland annat dessa skäl anser vi att jämförelsen saknar relevans för att bestämma en WACC-nivå i den svenska elnätsregleringen.

Uppdaterad WACC för tillsynsperioden 2012-2015

Vi kommenterar nedan EY:s antaganden avseende WACC för perioden 2012-2015. Som beskrivits ovan anser vi dock inte att EI:s beslut bygger på ett sådant tidsperspektiv eller att en regulatorisk WACC bör utgå från ett sådant tidsperspektiv.

Inledningsvis kan vi konstatera att KPMG och EY i stort sätt har samma antaganden vad gäller betavärden och skuldsättningsgrad samt att varken KPMG eller EY anser Bloombergjustering vara relevant. De parametrar där EY och KPMG skiljer sig åt är den riskfria räntan, kreditriskpåslag, marknadens riskpremie samt den särskilda riskpremien. Dessa parametrar kommenteras nedan.

Riskfria räntan

EY tillämpar en riskfri ränta motsvarande avkastningen på en 10-årig statsobligation medan KPMG utgår från en 30-årig ränta. Vi uppfattar att EY menar att KPMG:s metod i sig är teoretiskt korrekt (EY sid. 12) men att det i praktiken är vanligt att använda en 10-årsränta. Vi delar EY:s uppfattning att tillämpningen av 10-årsräntan är utbredd bland praktiker vid uppskattning av WACC i värderingssammanhang. Vi anser dock inte att det faktum att en praktisk förenkling är utbredd är ett bra skäl att avvika från korrekt metod och vedertagen ekonomisk teori vid fastställande av en regulatorisk WACC. Enligt vedertagen ekonomisk teori ska räntans löptid sammanfalla med investeringens livslängd (se not 1 ovan). I värderingspraxis och inom näringslivet förekommer ett antal förenklingar och schablonmässiga justeringar av avkastningskravet (såsom normalisering av riskfri ränta, företagsspecifika riskpåslag mm.) Det är ofta inte praktiskt att i alla sammanhang genomföra en alltigenom teoretiskt korrekt och detaljerad analys av avkastningskravet varför sådana förenklingar etablerats i praxis och i

näringslivet. I regleringen har emellertid WACC-räntan en så pass avgörande betydelse att det är svårt att motivera förenklingar och avvikelser från en korrekt metod.

Valet av en lång ränta kan förstås mot den grundläggande principen att WACC-räntan ska spegla investerarens alternativa avkastning. Det faktum att den riskfria räntan är högre när kapitalet binds under längre tid (ex. 30 år) än under kortare tid (ex. 10 år) indikerar att den relevanta alternativavkastningen i ett elnät med en genomsnittlig livslängd på över 30 år de facto är högre än en investering i en obligation med kortare löptid. Detta bör enligt vår uppfattning återspeglas i den regulatoriska WACC-räntan. Det är här ovidkommande vad praktiker säger sig använda som referensräntor vid företagsvärdering.

EY uppskattar den riskfria räntan för tillsynsperioden baserat på Riksbankens ränteprognos. Vi har i och för sig ingen synpunkt på detta tillvägagångssätt om förutsättningen är att WACC-räntan endast ska fastställas utifrån prognoser avseende reglerperioden och inte vara långsiktigt uthållig. Däremot anser vi att räntan fortfarande ska justeras för att motsvara en ränta med löptid om 30 år enligt resonemanget ovan.

Aktiemarknadsriskpremie

EY uppskattar marknadsriskpremien till 5 procent för tillsynsperioden. KPMG använde en lägre aktiemarknadsriskpremie i KPMG 1 (4,6 procent). Vi, och så vitt vi förstår även EY, är av uppfattningen att marknadsriskpremien och den riskfria räntan bör uppskattas konsistent, dvs. om den riskfria räntan uppskattas som en långsiktigt uthållig ränta så bör även marknadsriskpremien göra det. Givet att den riskfria räntan uppskattats för tillsynsperioden följer att även marknadsriskpremien ska avse samma period. Vi anser därför att EY:s uppskattning är rimlig för en uppskattning av WACC för tillsynsperioden 2012-2015.

Särskild riskpremie

EY antog i sitt ursprungliga utlåtande en särskild riskpremie om 0-1 procentenheter. Denna är inte kopplad till någon särskild faktor och vi har därför svårt att kommentera rimligheten i denna. Däremot justerar EY ner faktorn till 0,5 procentenheter i sitt senaste utlåtande. Vi har svårt att kommentera nivån i och med att EY inte redogör för vad som ligger till grund för vare sig den ursprungliga uppskattningen eller justeringen.

Vi konstaterar emellertid att skillnaden i antagen särskild riskpremie (i KPMG 1 kallad specifik riskpremie) beror på vilket perspektiv som anläggs på WACC. KPMG:s uppdrag var att uppskatta WACC för ett genomsnittligt elnätsföretag varför vi anser att en storlekspremie är tillämplig. EY refererar i sitt utlåtande till storleken på E.ON, Fortum och Vattenfalls nät och konstaterar att någon storlekspremie inte är tillämplig i dessa fall. Skillnaden i ansats beror därför helt på vilket perspektiv som man anser ska anläggas i uppskattningen av WACC. EY anser att kapitalkostnaden för marknadens största aktörer bör ligga till grund för bedömningen medan KPMG:s uppdrag varit att beräkna kapitalkostnaden för ett bolag av genomsnittlig storlek.

Vi uppfattar dock EY som att EY i princip håller med om att en småbolagspremie är tillämplig vid uppskattning av kapitalkostnaden för ett mindre elnätsbolag dvs. att denna är tillämplig om man, som KPMG gör, utgår från att WACC ska spegla avkastningskravet för ett

genomsnittsbolag. En potentiell effekt av EY:s perspektiv är att mindre elnätsbolag inte kan attrahera kapital och därmed slås ut.

EY ifrågasätter vidare tillämpningen av ett tillgångsspecifikt påslag relaterat till svårigheten att diversifiera innehavet i ett elnät. Vi vidhåller att det finns skäl att göra ett sådant påslag. Det är viktigt att i sammanhanget poängtera att parametrarna i CAPM-modellen baseras på prissättning av noterade aktier och att justering därför måste göras vid uppskattning av avkastningskrav för icke noterade tillgångar. En investering i ett elnät torde vara behäftad med större illikviditet än att investera i aktier för en noterad motsvarande tillgång.

En ytterligare anledning till att tillämpa en specifik riskpremie är att den regulatoriska WACC-räntan definierar högsta tillåtna avkastning till skillnad från en "normal" WACC som definierar förväntad avkastning.

Kreditriskpremie

EY uppskattar kreditriskpremien för tillsynsperioden till 1,03 procent, vilket är en sänkning i förhållande till EY:s första rapport.

Inledningsvis påstår EY att ett kreditriskpåslag som ska spegla prissättningen av en 30-årig obligation inte är lämplig i och med att sådana obligationer är ovanliga och representerar en dyr finansiering. EY anför att det faktum att en så stor andel av nätföretagen valt att inte finansiera sig på denna löptid tyder på att detta inte är en optimal finansieringsform.

Det är här dock viktigt att skilja på kreditrisk och refinansieringsrisk. WACC ska spegla kostnaden för företaget att finansiera sig på lång sikt. Räntan ska därför spegla avkastningen utan refinansieringsrisk dvs. den referensränta som ska läggas till grund för uppskattningen bör ha samma löptid som finansieringsbehovet. Att företag sedan väljer att finansiera sig kortare är en annan sak. Vi anser därför att referensräntan som ska användas för att uppskatta lånekostnaden ska ha en löptid som motsvarar företagets finansieringsbehov.

EY baserar sin kreditriskpremie på en jämförelse mellan s.k. "yield to maturity" för A-ratade obligationer och motsvarande ränta för tyska statsobligationer och kommer då fram till ett kreditriskpåslag om 1 procent över riskfri ränta.

Vi noterar att EY i detta avseende anlägger ett långsiktigt perspektiv genom att lägga ett 10 årigt snitt till grund för det förväntade kreditriskpåslaget under den kommande tillsynsperioden. Samtidigt noterar vi att den nuvarande nivån är högre än snittet och att snittet dras ner av de låga nivåerna under perioden 2003 till 2006. Under denna period var interbankräntorna mycket låga och understeg det långsiktiga genomsnittet. Vi uppfattar därför de låga räntorna under denna period som ett resultat av icke-representativt låga finansieringskostnader för bankerna.

Diagrammet nedan visar EY:s uppskattade kreditriskpremie och skillnaden mellan swap-räntan och den riskfria räntan (10-års löptid) vilket representerar kreditriskpåslaget för banker. Som framgår av diagrammet är dessa positivt korrelerade vilket indikerar att EY:s riskpremie inkorporerar riskpåslaget i interbankräntan. Snittet om 1,03 procent är påverkat av de låga nivåerna under 2003 och 2004.

Jämförelse riskpåslag interbank (EUR) och EY uppskattning av kreditriskpremie



Ett, enligt vår mening, bättre sätt att uppskatta räntan för att ta hänsyn till dessa fluktuationer är att dela upp analysen i

- riskfri ränta *plus*
- kreditriskpåslag för banker *plus*
- kreditrisk för jämförelsebolagen.

Detta är den ansats om tillämpades i KPMG 1.

Vi drar därför följande slutsatser:

1. EY:s kreditriskpåslag avser en kommande fyraårsperiod men baseras på ett historiskt genomsnitt för en mycket lång period.
2. EY:s uppskattning för den kommande fyraårsperioden tycks inte ta i beaktande den nuvarande höga nivån på kreditriskpåslagen. En WACC för en kommande begränsad tidsperiod borde åtminstone ta i beaktande tillfälligt högre nivåer i början av perioden
3. EY:s kreditriskpåslag är påverkat av den icke-representativt låga finansieringskostnaden för banker under åren 2002-2005.

Sammantaget anser vi att EY underskattar kreditriskpåslaget under såväl tillsynsperioden (där för lite vikt fästs vid de nuvarande tillfälligt höga kreditriskpåslagen) som i ett långsiktigt perspektiv (eftersom ingen justering görs för den låga finansieringskostnaden i banksektorn 2002-2005).

Vi anser att vårt kreditriskpåslag om 1 procent över den uppskattade långsiktiga interbankräntan är mer representativt än den av EY antagna kreditriskpremien om 1,03 procent.

Det kan även avslutningsvis nämnas att EY har utgått från avkastningen på handlade obligationer för stora välgenomlysta bolag. I praktiken är den internationella obligationsmarknaden inte tillgänglig för ett svenskt energibolag av genomsnittlig storlek. Vidare kan nämnas att finansiering via obligationsmarknaden är förknippad med ett antal emissionskostnader som inte syns i räntenoteringarna men som *de facto* påverkar finansieringskostnaderna, och då särskilt vid löpande refinansiering på obligationsmarknaden. EY:s uppskattning av kreditriskpremien torde därför ligga i den absoluta underkanten för vad som gäller för ett svenskt elnätsbolag av genomsnittlig storlek.

5. Illustration av WACC justerad för tidsperiod

KPMG har fått i uppdrag att beräkna en WACC under samma förutsättning som EY dvs. baserat på förväntade nivåer under tillsynsperioden. Vi har illustrerat denna beräkning dels genom att jämföra med beräkningen i KPMG 1, dels genom att jämföra med EY:s WACC-beräkning för tillsynsperioden.

Jämförelse KPMG långsiktigt uthållig WACC och KPMG WACC under tillsynsperioden

Tabellen nedan sammanfattar skillnaderna mellan den WACC som KPMG beräknade i KPMG 1 (dvs. en långsiktigt uthållig WACC) och en WACC som speglar förväntade WACC-nivåer under tillsynsperioden.

KPMG långsiktigt uthållig WACC samt KPMG WACC justerat för tillsynsperioden					
	KPMG - långsiktigt uthållig		KPMG - tillsynsperiod		Kommentar
Tillgångsbeta	0,4	0,4	0,4	0,4	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Skuldändel	45,2%	45,2%	45,2%	45,2%	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Skuldsättningsgrad	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Hävstångsfaktor	1,6	1,6	1,6	1,6	Följer av ovan
Beta eget kapital	0,6	0,6	0,6	0,6	Följer av ovan
Ränteriänta - 10 år	4,1%	4,1%	3,5%	3,5%	Baserat på riksbankens ränteprognos (källa: EY)
Påslag 30 årsränta	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	Enligt KPMG 1
Ränteriänta	4,7%	4,7%	4,1%	4,1%	
Aktiemarknadspremie	4,6%	4,6%	5,0%	5,0%	Uppdaterat för att spegla nuvarande nivå (konsistent med ränteantagandet)
Särskild riskpremie	1,9%	2,8%	1,5%	2,6%	Oförändrat perspektiv i förhållande till KPMG 1
Kostnad eget kapital	8,9%	10,1%	8,8%	9,9%	
Ränteriänta	4,7%	4,7%	4,3%	4,1%	
Påslag bankrisk	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	För att spegla kreditriskpåslag för banker
Kreditriskpåslag	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	Kreditriskpåslag mellan bank och företag
Kostnad lånat kapital före skatt	6,2%	6,2%	5,8%	5,6%	
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Kostnad lånat kapital efter skatt	4,5%	4,5%	4,1%	4,1%	
Nominell WACC efter skatt	6,9%	7,6%	6,7%	7,3%	
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Nominell WACC före skatt	9,4%	10,3%	9,0%	9,8%	
Inflation	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	
Real WACC före skatt	7,3%	8,1%	6,6%	7,4%	

Som framgår av tabellen ovan är det endast den riskfria räntan, aktiemarknadsriskpremien och inflationsantagandet som skiljer sig åt mellan de två ansatserna.

Jämförelse EY och KPMG WACC under tillsynsperioden

Tabellen nedan sammanfattar skillnaden mellan EY:s beräkning av WACC för tillsynsperioden och KPMG:s motsvarande WACC:

EY WACC samt KPMG WACC justerat för tillsynsperioden					
	EY - tillsynsperiod		KPMG - tillsynsperiod		Kommentar
Tillgångsbeta	0,4	0,4	0,4	0,4	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Skuldändring	41,5%	41,5%	45,2%	45,2%	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Skuldsättningsgrad	70,9%	70,9%	82,5%	82,5%	Långsiktigt uthållig parameter. Ingen förändring i förhållande till KPMG 1
Hävtångsfaktor	1,5	1,5	1,6	1,6	Följer av ovan
Beta eget kapital	0,6	0,6	0,6	0,6	Följer av ovan
Risikfri ränta - 10 år	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	Baserat på riksbankens ränteprognos (källa: EY)
Blåslag 30 år ränta	0,0%	0,5%	0,0%	0,6%	Enligt KPMG 1
Risikfri ränta	3,5%	4,0%	4,1%	4,1%	
Aktiemärknadspremie	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	Uppdaterat för att spegla nuvarande nivå (konsistent med ränteantagandet)
Särskild riskpremie	0,5%	0,5%	1,5%	2,6%	Oförändrat perspektiv i förhållande till KPMG 1
Kostnad eget kapital	7,0%	7,5%	8,0%	8,9%	
Blåslag ränta	3,5%	4,0%	4,1%	4,1%	
Påslag bankrisk	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	För att spegla kreditrisksåslag för banker
Kreditrisksåslag	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	Kreditrisksåslag mellan bank och företag
Kostnad lånat kapital före skatt	4,5%	5,0%	5,6%	5,6%	
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Kostnad lånat kapital efter skatt	3,3%	3,7%	4,1%	4,1%	
Nom inell WACC efter skatt	6,6%	6,9%	6,7%	7,3%	
Skattesats	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
Nom inell WACC före skatt	7,4%	8,0%	9,0%	9,8%	
Inflation	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Real WACC före skatt	5,1%	5,7%	6,8%	7,4%	

Som framgår av tabellen ovan är det endast den riskfria räntan, skuldsättningen och kreditrisksåslaget som skiljer sig åt mellan de två ansatserna.

Sammanfattningsvis uppskattas skillnaderna mellan EY och KPMG:s beräkningar enligt nedan.

Jämförelse EY och KPMG WACC

	Fluktuerande WACC (Real och före skatt)		Stabil WACC (Real och före skatt)
	Momentan	För reglerperioden	Långsiktigt uthållig/stabil
EY	Ej tillämplig	5,1-5,7%	n.a.
KPMG	Ej tillämpligt	6,6-7,4%	7,2-8,1%

De primära skillnaderna mellan EY och KPMG:s beräkningar består i justeringen av den riskfria räntan från en tioårig löptid till en trettioårig samt skillnad i antagen kreditriskpremie (se diskussion ovan).

6. Kommentarer till Grant Thorntons utlåtande

GT:s utlåtande baseras på det ursprungliga utlåtandet daterat april 2011 men med följande reviderade ansatser och utgångspunkter:

1. Beräkning av WACC baserat på parameterestimat framkomna i förvaltningsrättens dom.
2. WACC beräknad med tillsynsperioden 2012-2015 som tidsperspektiv. (Denna beräkning görs i sin tur med två ansatser).
3. Beräkning av WACC för tillsynsåret 2012. Denna beräkning motsvarar en momentan WACC baserat på parametrar per 2012.

Vi har följande kommentarer:

GT beräknar en WACC med tillsynsperioden som tidsperspektiv med utgångspunkt i den vid tillfället rådande räntan för en obligation med förfallodag motsvarande regleringens slut respektive en obligation med en löptid motsvarande regleringens längd (4 år).

Vi anser denna ansats vara teoretiskt och praktiskt helt felaktig. För det första är den WACC som erhålls med denna metod inte en approximation för förväntad kapitalkostnad under reglerperioden utan en momentan kapitalkostnad per det datum då räntan är avläst. För det andra ska löptiden på den ränta som läggs till grund för WACC spegla investeringarnas löptid (ekonomiska livslängd) och inte regleringens löptid. GT synes här blanda ihop löptid på obligation/WACC och förväntad utveckling av den samma under en viss tidsperiod. GT:s WACC speglar följaktligen en investering med mycket kort löptid vilket inte är relevant i samband med en reglering av elnät som har avskrivningstider på ca 40 år.

Vad avser beräkningen av WACC för tillsynsåret 2012 förstår vi inte syftet med denna men har ingen anledning att ifrågasätta beräkningen som sådan.

I Inlagan påstås att GT:s beräkning av WACC har uppdaterats eftersom den påstås sakna relevans i och med WACC:en beräknats som en momentan WACC. I inlagan framgår att GT "...har av denna anledning i sitt nya anledning uppskattat en rimlig WACC för hela tillsynsperioden 2012-2015". Vi vill för tydlighetens skull upprepa att GT:s uppdaterade WACC fortfarande speglar en momentan WACC och dessutom speglar en löptid om som är irrelevant för denna typ av tillgång. Vi anser därför inte att det är meningsfullt att ge några fördjupade kommentarer kring GT:s analys.

7. Kommentarer till De Ridder och Råsbrant

Vi har tagit del av De Ridder och Råsbrants beräkning av WACC. Vi kan konstatera följande:

1. De Ridder och Råsbrant gör en omfattande beskrivning av teorin bakom avkastningskrav. Utlåtandet baseras på vedertagen metodik och det är här värt att understryka

teoribeskrivningen som sådan inte avviker från vad som angetts i andra expertutlåtanden. Beskrivningen tillför således inte någonting till de frågor som diskuteras.

2. De flesta av parametrarna i De Ridder och Råsbrants WACC-beräkning baseras på antaganden som inte underbyggs med analys (marknadsriskpremie, kostnad för lånat kapital, småbolagspremie). I och med att de centrala skillnaderna mellan uppskattningarna av de olika sakkunniga i detta ärende avser uppskattning av parametrarna i WACC, och inte den bakomliggande teorin, tillför De Ridder och Råsbrants utlåtande ingenting i frågan. Det är därför inte meningsfullt att kommentera de antaganden som görs.
3. Det kan dock konstateras att det betavärde som används är mycket lågt och nivån hittar inte sin motsvarighet i någon annan rapport som åberopats i denna fråga. Det finns ingen källa till betavärdena och man får intrycket att De Ridder och Råsbrant har skattat dessa själva. Det går inte att bedöma kvaliteten i dessa skattningar men vi konstaterar att det finns en del observationer som framstår som icke-representativa. T.ex. uppvisar Elia System Operator ett betavärde om 0,02 procent vilket framstår som orimligt lågt.

Sammantaget anser vi inte att De Ridder och Råsbrant redogjort för sina antaganden på ett sådant sätt så att en granskning av och diskussion kring dessa parametrar låter sig göras.

Stockholm dag som ovan

Daniel Frigell
KPMG Corporate Finance