

Remissvar på Energimarknadsinspektionens förslag till underlag om kalkylräntan för perioden 2020-2023

Energiföretagen Sverige samlar och ger röst åt omkring 400 företag som producerar, distribuerar, säljer och lagrar energi. Vårt mål är att utifrån kunskap, en helhetssyn på energisystemet och i samverkan med vår omgivning, utveckla energibranschen – till nytta för alla.

Sammanfattning

Vi anser att de nya bestämmelserna i intäktsramsförordningen om avkastning på kapitalbasen, kalkylräntan, strider mot såväl praxis som EU:s elmarknadsdirektiv.

Vi har dock synpunkter och kommentarer på förslaget till underlag för fyra parametrar i kalkylräntan (skuldandel, kreditriskpremie, tillgångsbeta och aktiemarknadsriskpremie).

Vi har inga principiella synpunkter på metoden vid beräkningen av skuldandel.

M&P:s metod för bedömning av kreditriskpremien är principiellt ett korrekt tillvägagångssätt.

Vid beräkningen av tillgångsbeta har ett räknepel gjorts, vilket leder till att ett för lågt värde på tillgångsbeta har räknats fram. Vi är eniga med M&P om att datapunkter med för låg förklaringsgrad, $R^2 < 0,3$, ska exkluderas. Förklaringsgraden ska dock beräknas på förändringen av aktiekursen och indexvärdet, inte på själva indexvärdet som M&P felaktigt har gjort.

Utöver ovanstående så bör även följande beaktas vid beräkningen av tillgångsbeta:

- Bolaget CN Transelectrica ska inte uteslutas från beräkningarna.
- Det globala indexet MSCI World ska användas istället för ett europeiskt index.
- Officiella siffror för MSCI World ska användas istället för de siffror som M&P har använt, vilka vi inte har lyckats spåra.
- I enlighet med praxis ska veckovisa observationer över rullande tvåårsperioder användas istället för ettårsperioder.
- Respektive jämförelsebolags landspecifika bolagsskattesats ska användas istället för effektiv skattesats.

- Valutakurssvägningar mellan EUR, GBP och USD hanteras.

Korrigeras beräkningarna av tillgångsbeta för räknepel fås ett tillgångsbeta på 0,40. Används även det globala indexet MSCI World som jämförelseindex fås ett tillgångsbeta på 0,39. Med CN Transelectrica är motsvarande värden 0,43 respektive 0,41. Implementeras även övriga, i denna remiss, föreslagna punkter förändras betavärdet i varierande utsträckning.

Marknadsriskpremien bör ha samma tidsperspektiv som den riskfria räntan. I det långsiktiga och stabila perspektiv som bör gälla enligt praxis bör aktiemarknadsriskpremien fastställas till ett normalvärde. Med förordningens mer kortsiktiga perspektiv bör beräkningen av aktiemarknadsriskpremien istället för M&P:s förslag göras för ett likartat tidsperspektiv som för förordningens beräkning av riskfri ränta.

Vi bedömer att ett lämpligt sätt kan vara att marknadsriskpremien mäts över samma tidsperiod som den riskfria räntan. Vi anser att det är lämpligast att beräkna aktiemarknadsriskpremien för detta tidsperspektiv utifrån intervju- och enkätundersökningar. Detta kan göras med en sammanvägning av PwC:s och Fernandez studier för 2015-2018 och respektive studies senaste bedömning som estimat för 2020-2023. Detta ger att marknadsriskpremien blir 6,29 %.

Inledning

Energiföretagen Sverige (Energiföretagen) är tacksamma för att Ei har gett alla elnätsföretag möjlighet att lämna synpunkter på Montell & Partners (M&P) rapporter för bedömning av vissa parametrar för att bestämma en kalkylränta för elnät 2020-2023.

På uppdrag av flera elnätsföretag¹ lämnar Energiföretagen in ett gemensamt remissvar från elnätsbranschen.

Förordning

Intäktsramsförordningen strider emot EU:s elmarknadsdirektiv genom att den i detalj reglerar hur tillsynsmyndigheten ska fastställa kalkylräntan och dess ingående parametrar. Detta har anmälts till EU-kommissionen. De nya bestämmelserna i förordningen om avkastning på kapitalbasen, kalkylräntan, avviker också från praxis för hur lagstiftningen ska tolkas. Detta trots att lagstiftningen i sig inte ändrats i relevanta delar. Följden blir en avkastningsnivå och volatilitet som signifikant avviker från den nivå och stabilitet som skulle gällt om praxis tillämpades.

Våra kommentarer till förslagen utgår ifrån praxis och hur de remitterade parametrarna bör beräknas.

¹ Ellevio AB, E.ON Energidistribution AB, Vattenfall Eldistribution AB, Mälarenergi Elnät AB, Göteborg Energi Nät AB, Jönköping Energinät AB, Kraftringen Nät AB, Landskrona Energi AB, Skånska Energi Nät AB, Skellefteå Kraft Elnät AB, Telge Nät AB, Umeå Energi Elnät AB, Ystad Energi AB

Övergripande

Till skillnad från föregående tillsynsperioder har Energimarknadsinspektionen (Ei) endast inhämtat underlag från ett konsultföretag angående kalkylräntan. Bedömningar från ytterligare experter hade kunnat bidra med ytterligare infallsvinklar och verifiering av gjorda bedömningar samt beräkningar.

Med de parametervärden som M&P föreslår och den senaste prognosen på tioåriga statsobligationer från Konjunkturinstitutet fås en WACC beräknad enligt förordningen där en ökad skuldandel ger en högre WACC, vilket kan ses som motsägelsefullt då det lånade kapitalet är billigare än det egna.

Jämförelseföretag

Urvalet av jämförelseföretag har gjorts på ett rimligt sätt utifrån praxis.

Rumänska CN Transelectrica kom med som jämförelseföretag utifrån de kriterier som M&P använde. Vid beräkning av skuldandel och betavärde sorteras dock CN Transelectrica bort, eftersom de har en stark finansiell ställning, vilket gör att skuldandelen sjunker. Att ta bort ett företag för att styra mot ett mer önskat resultat är en dålig motivering. Det är en fördel om så många företag som möjligt kommer med i analysen. CN Transelectrica bör därför inte sorteras bort.

Skuldandel

Vi har inga principiella synpunkter på metoden vid beräkningen av skuldandel. Det är dock otydligt vad som är extremvärden och när M&P har justerat för dem.

M&P har exkluderat de mätpunkter där likvida medel överstiger räntebärande skulder. Bolagen bör inkluderas med skuldandelen noll enligt resonemang ovan. Därmed bör inte CN Transelectrica tas bort ur beräkningen.

Kreditriskpremie

Vi anser att M&P:s metod principiellt är ett relevant tillvägagångssätt för att bedöma kreditriskpremien. Det är lämpligt att använda ett index från Bloomberg för europeiska företag med kreditrating BBB+, BBB och BBB-, IGEEUB10, jämfört med tysk statsobligationsränta.

Det är också en fördel att det är samma metod och index som användes för innevarande tillsynsperiod. Därmed följs praxis och det blir även kontinuitet mellan perioderna.

Tillgångsbeta

För att betavärdena ska ha ett tillräckligt förklaringsvärde bör datapunkter med låg förklaringsgrad exkluderas. Den gräns som användes för tillsynsperioden 2016–2019 var $R^2 < 0,3$. Vi anser att detta är rätt nivå på R^2 -gränsen. M&P har dock beräknat R^2 på ett felaktigt sätt. R^2 beskriver i vilken utsträckning avkastningen av jämförelseindexet förklarar avkastningen av den studerade aktien. M&P har beräknat R^2 baserat på aktiekursen och indexvärdet (i absoluta tal), istället för på regressionsanalysens förklarade variabler, d v s avkastningen av

aktien och avkastningen av indexet. Detta leder till att fel observationer ligger till grund för det beräknade betavärdet, vilket i sin tur leder till att beräkningen renderar i ett för lågt värde på tillgångsbeta. Detta måste rättas. Om detta korrigeras fås tillgångsbeta 0,40.

Om dessutom CN Transelectrica inte utesluts från beräkningarna fås tillgångsbeta 0,43.

M&P har beräknat tillgångsbeta för jämförelseföretagen i förhållande till det europeiska indexet STOXX 600. Jämförelse har också gjorts med det globala indexet MSCI World. M&P:s värden för indexet MSCI World är dock felaktiga. Då företagen finansierar sig på en global marknad är det globala indexet MSCI World mer relevant. Att använda MSCI World justerat med rätt värden genererar ett tillgångsbeta om 0,41 med C.N. Transelectrica och 0,39 utan C.N. Transelectrica.

M&P har använt veckovisa observationer för att beräkna ettåriga tillgångsbeta för respektive år under en period av tio år. Detta ger ett momentant beta för varje år. Vedertagen praxis är istället att använda veckovisa punkter över rullande tvåårsperioder.

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

M&P visar tre olika metoder för att bestämma skattesats vid beräkningen av beta. Den metod de valt använder sig av effektiv skattesats. Det rimmar inte med beräkningen för tillsynsperioden 2016–2019, då bolagsskattesatsen i respektive land användes.

Beräkningarna är också gjorda dels med samma vikt för samtliga observationer, dels med samma vikt per företag. Att ge samma vikt per företag är att föredra, vilket också M&P använder i sitt förslag.

Alla jämförelsebolag är börsnoterade på marknader där valutan är euro, utom National Grid som är noterade i Storbritannien (GBP) och USA (USD). M&P har i beräkningarna använt olika valutor, utan att göra någon justering. STOXX 600-indexet är i USD medan de enskilda bolagens aktier är noterade i EUR utom National Grid där GBP har använts som valuta. Valutorna har rört sig kraftigt sinsemellan vilket borde påverka beta. Börskurser bör jämföras i samma valuta som indexet.

Några ytterligare kommentarer rörande M&P:s beräkning av tillgångsbeta.

- M&P har sannolikt räknat fel på C.N. Transelectrica år 2012
 - Våra och M&P:s bolagsskattesatser för respektive land överensstämmer inte för Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni (TRN.MI) (EUR) och REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A. (RENE.LS). Vilka skattesatser som ska användas behöver analyseras vidare.

Aktiemarknadsriskpremie

Historisk avkastning

Vid beräkning av marknadsriskpremien bör samma tidsperspektiv användas som vid beräkningen av övriga parametrar.

Att använda sig av metoder som baserar sig på historisk utveckling under lång tid kan vara lämpligt om en långsiktigt normal marknadsriskpremie söks. För innevarande tillsynsperiod beslutade förvaltningsrätten att en långsiktigt stabil riskfri ränta skulle användas. För marknadsriskpremien uttalade förvaltningsrätten att "Både den riskfria räntan och marknadsriskpremien ska, som förvaltningsrätten tidigare konstaterat, fastställas utifrån ett långsiktigt perspektiv. Vidare menar förvaltningsrätten att marknadsriskpremien, liksom övriga parametrar i WACC-metoden, bör vara framåtblickande."

Intäktsramsförordningen har frångått praxis gällande det långsiktigt stabila perspektivet vid beräkning av riskfri ränta. Om förordningens mer kortsiktiga riskfria ränta används kan inte ett långsiktigt perspektiv användas vid beräkning av marknadsriskpremien. M&P gör alltså fel när de väger in den metoden vid beräkningen av marknadsriskpremien.

Dessutom har M&P vid analys av historisk avkastning hänvisat till Damodarans historiska studie över perioden 1900-2018. Damodaran har dock inte gjort någon historisk studie över perioden 1900-2018. Damodarans marknadsriskpremie om 5,37 % är baserad på en implicit prissättning av marknadsriskpremien på S&P500 per juli 2018, vilken Damodaran använder som underlag på en "mature equity market" som han räknar Sverige till. Värdet är alltså inte beräknat specifikt för Sverige. Damodaran uppdaterar och publicerar denna beräkning månadsvis. Under perioden juli 2018-april 2019 har den varierat mellan 5,04 % och 5,96 %.

Enkät- och intervjuundersökningar

Den metod som bäst matchar tidsperspektivet för WACC är enkät- och intervjuundersökningar. Speciellt om den riskfria räntan beräknas med ett kortsiktigt perspektiv är enkät- och intervjuundersökningar den metod som bör användas.

M&P har använt olika perioder av år för PwC:s studie och Fernandez studie. Fernandez studier för 2017 och 2018 har inte beaktats, vilket har gett lägre värden för den studien. Nedan redovisas procentuella värden på marknadsriskpremien från de fyra åren 2015–2018, som är de år som används för beräkning av historisk riskfri ränta enligt förordningen.

Marknadsriskpremie	2015	2016	2017	2018
PwC	6,8	6,5	6,5	6,4
Fernandez	5,4	5,2	6,8	7,1

Marknadsriskpremien bör mätas över samma tidsperiod som riskfri ränta. Detta kan göras med en sammanvägning av PwC:s och Fernandez studier för 2015-2018 och respektive studies senaste bedömning som estimat för 2020-2023. PwC:s marknadsriskpremiestudie ger 6,55 % som genomsnitt för perioden 2015-2018, medan Fernandez studie ger 6,13 %. Sammanvägt ger det 6,34 % för 2015-2018. Som estimat för 2020-2023 kan snittet av 2018 års värde för PwC och 2019 års värde för Fernandez, 6,1 %, användas. Det ger estimatet 6,25 % för perioden 2020-2023. Totalt för hela perioden 2015-2018 och 2020-2023 ger det marknadsriskpremien 6,29 %.

Implicit prissättning

Metoden med implicit prissättning är den tredje metod som omnämns inom relevant litteratur för bedömning av marknadsriskpremien. Studier på implicit prissättning är teoretiskt intressanta. Dock är de svåra att praktiskt tillämpa då de baseras på ett begränsat antal analytikerestimat som innebär flera subjektiva bedömningar.

Följande problem finns med metoden implicit prissättning:

- Vinster i bolagen är volatila vilket gör att vinsten för enstaka bolag kan variera kraftigt enstaka år. Det gör exempelvis att bolag som AstraZeneca, AssaAbloy, Telia och Tele2 har P/E-tal på 50-80. Höga P/E-tal kan se ut som att investerarna har låga avkastningskrav men i praktiken betyder det att investerarna har förväntningar om vinstökningar i framtiden. Om P/E för nästa år är högt innebär det att förväntningar om vinstökning 2 år och framåt är höga. Allt detta fångas av en enkätstudie, men inte i P/E-talet;
- Investmentbolagen Investor och Kinnevik ingår i index. P/E-talet för investmentbolag är inte relevant utan speglar bara kursutvecklingen i underliggande aktier. Aktiemarknaden värderar inte investmentbolag på redovisad vinst, utan på deras underliggande tillgångar. Detta stör således P/E-talet för index;
- Det ger hög känslighet att beräkna marknadsriskpremien vid ett fåtal tidpunkter, som M&P har gjort;
- Metoden kan ge extremvärden vid kraftiga börsrörelser;
- Det finns flera möjligheter att räkna ut P/E-talet för ett index på. Det är 30 bolag som ska vägas samman och man kan räkna på flera sätt; exempelvis summa börsvärde/summa vinst alternativt ett sammanvägt P/E-tal där respektive bolags P/E-tal multipliceras med bolagets vikt i index. I detta fall behöver man ta ställning till hur investmentbolag och bolag som går med förlust ska hanteras. Ska de rensas bort eller inte?

Sammanfattningsvis är vi mycket skeptiska till P/E-talsmetoden eftersom den innehåller ett flertal brister jämfört med en enkätstudie. Dessutom är metoden inte transparent på samma sätt som PwC:s enkätstudie eftersom det finns flera möjliga sätt att räkna och flera möjliga datakällor för analytikeres estimat.

Denna metod ska därför inte vägas in vid bestämningen av marknadsriskpremien.

Aktiemarknadspremien - Samlad bedömning

Om den riskfria räntan beräknas med den kortsiktiga metod som beskrivs i intäktsramsförordningen kan inte historisk avkastning över en lång period användas för att bestämma marknadsriskpremien. Metoden med implicit prissättning har för stora brister för att användas vid fastställande av en ränta som ska användas för att reglera företag. M&P:s viktning av de olika metoderna har heller ingen grund i relevant teori.

Tidshorisonten vid beräkningen av marknadsriskpremien behöver rimma med övriga parametrars tidshorisonter. Den parameter som påverkar marknadsriskpremien mest är den riskfria räntan. Strävan bör därför vara att ha samma tidsperspektiv för marknadsriskpremien som för den riskfria räntan. Det görs dock inte några officiella prognoser framåt i tiden för marknadsriskpremien.

Ei och deras tidigare konsult, Ernst & Young (EY), har hävdad ett mycket starkt samband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremie. I princip har man menat att summan av dessa två är i det närmaste konstant då ägarna förväntar sig en stabil totalavkastning. EY bedömde att denna totalavkastning var 8 %. Om nu riskfri ränta närmar sig en procent och förväntad totalavkastning fortsatt är 8 % bör marknadsriskpremien ligga kring 7 %.

Den metod som är mest lämplig för att bestämma marknadsriskpremien för enskilda år eller korta tidsperioder är enkät- och intervjuundersökningar. Marknadsriskpremien bör mätas över samma tidsperiod som den riskfria räntan. Detta kan göras med en sammanvägning av PwC:s och Fernandez studier för 2015-2018 och respektive studies senaste bedömning som estimat för 2020-2023. Detta ger att marknadsriskpremien blir 6,29 %.

Stockholm som ovan



Anja Alemdar
Enhetschef Politik och kommunikation