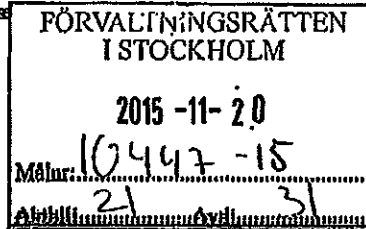




Datum 2015-11-20 Vår referens Dnr: 15-5666 Sida 1(8)
 Er referens Mål 10447-15

Rättssekretariatet
 Jenny Bohman
 08-678 57 19
 jenny.bohman@pts.se

Förvaltningsrätten i Stockholm
 115 76 Stockholm



Mål nr 10447-15 - Teracom AB ./ Post- och telestyrelsen.

Post- och telestyrelsen har beretts tillfälle att yttra sig över Teracom AB:s (Teracom) yttrande. PTS vidhåller sin tidigare inställning i målet och anför följande.

Teracom:s ställning på marknaden för utsändningstjänster

Utifrån vad Teracom anförd förefaller det som om PTS och Teracom är oeniga om vissa grundläggande förhållanden som ligger till grund för skyldighetsbesluten.¹ Eftersom dessa har betydelse för Teracom:s argumentation vill PTS göra klart vad myndigheten funnit vid sin marknadsanalys.

Till att börja med är Teracom ett företag som säljer utsändningstjänster. Detta har slagits fast i de lagakraftvunna skyldighetsbesluten (se bl.a. beslut i ärende med dnr 11-9384 avsnitt 4.5-4.7 resp. dnr 12-170 avsnitt 5). Teracom är alltså inte ett rent "mastbolag" som primärt äger och hyr ut fast egendom och fastighetstillbehör. Teracom äger och driver/aktiverar aktiv utrustning, och sänder, på uppdrag av sina kunder, radio- och tv-tjänster i form av programinnehåll. Detta görs dels på de reglerade marknaderna, dels på andra marknader som inte regleras av PTS.

PTS har i skyldighetsbesluten funnit att Teracom har 100 procent av de reglerade marknaderna, och att det saknas möjlighet för köparna att gå till någon annan leverantör eller att lämna den relevanta marknaden för att istället bli aktiv på någon annan marknad. PTS har därför funnit att Teracom "har en ställning av sådan ekonomisk styrka att det i betydande omfattning kan

¹ PTS beslut om skyldigheter på den nationella grossistmarknaden för programutsändningstjänster för distribution av fri-tv-innehåll via marknät till slutanvändare och den nationella grossistmarknaden för nationell analog ljudradio via marknät till slutanvändare av den 10 juni 2013 (dnr 11-9384 respektive 12-170).

Post- och telestyrelsen

Postadress:
 Box 5398
 102 49 Stockholm

Besöksadress:
 Valhallavägen 117A
 www.pts.se

Telefon: 08-678 55 00
 Telefax: 08-678 55 05
 pts@pts.se

uppträda oberoende av sina konkurrenter, sina kunder och i sista hand av konsumenterna" (8 kap. 7 § LEK), vilket innebär att Teracom har ett betydande inflytande på de relevanta marknaderna enligt 8 kap 6 § LEK. Detta slås fast i skyldighetsbesluten som har vunnit laga kraft, och måste således tas för gott i målet. Påståenden om att Teracom i själva verket inte har en sådan ställning och inte kan genomföra prishöjningar mot kundernas vilja torde därför kunna lämnas därhän.

Prisregleringen i gällande skyldighetsbeslut

Finner PTS att det finns en dominerande aktör ska PTS enligt LEK ålägga de skyldigheter som krävs för att komma tillrätta med de problem som härrör från aktörens ställning, alltså de problem som följer av att det är fråga om en marknad med icke-fungerande konkurrens. Med andra ord ska PTS ålägga de skyldigheter som krävs för att få marknaden att fungera som om det faktiskt förelåg fungerande konkurrens.

När PTS hade att ålägga Teracom skyldigheter på de aktuella marknaderna fann PTS att det utan prisreglering förelåg en risk för överprissättning (se besluten i ärende 11-9384 s. 73 resp. 12-170 s. 61f). PTS fann därför skäl att ålägga Teracom en kostnadsorienterad prissättning med stöd av 4 kap 11 § LEK. PTS fastslog att "Teracom får i det kostnadsorienterade priset inkludera en rimlig avkastning på kapitalinvesteringen med en procentsats som beräknas av PTS baserat på den s.k. WACC-metoden (Weighted Average Cost of Capital) baserat på CAPM (Capital Asset Pricing Model)" (skyldighet 3.3. i resp. beslut). Skyldigheterna har, som konstaterats ovan, vunnit laga kraft.

Det bör därför noteras att det i förevarande mål inte är fråga om en generell bedömning av hur man beräknar en rimlig avkastning. Genom att skyldighetsbesluten vunnit laga kraft är såväl PTS som Teracom bundna av skyldighetens ordalydelse. Frågan i detta mål är således om PTS hållit sig inom ramen för denna skyldighet när PTS uppdaterat beräkningarna av kalkylräntan (WACC:en) och förelagt Teracom att sänka sina priser, vilket PTS anser att myndigheten gjort.

Syftet med att ålägga reglering är att de mål som slås fast i 1 kap 1 § LEK och art. 8 i ramdirektivet (2002/21/EG) ska uppnås. Det innebär att PTS ska se till att enskilda och myndigheter får största möjliga utbyte vad gäller urvalet av elektroniska kommunikationstjänster samt deras pris och kvalitet och säkerställa att det inte uppstår någon snedvridning eller begränsning av konkurrensen inom sektorn för elektronisk kommunikation. Att påstå att frågan om effekterna av ett höjt pris på grossisttjänsten utsändning helt saknar relevans är således inte korrekt, då syftet med LEK inte är något som PTS har rätt att bortse ifrån vid tillämpningen av lagen.

Syftet med PTS prisreglering är alltså att förhindra bl.a. överprissättning, genom att förbjuda SMP-aktören att hålla en prissättning som vore trolig och rimlig på en marknad med fungerande konkurrens. På en sådan marknad får det antas att en aktör tvingas sätta ett pris som motsvarar kostnaderna samt en rimlig avkastning. Ett högt pris torde inte vara möjligt att sätta om det finns effektiva konkurrenter som kan och vill ta över kunder genom priskonkurrens, samtidigt som ett vinstdrivande företag normalt inte under längre tid kan prissätta utan att få någon form av kostnadstäckning.

Det pris som det enligt LEK åligger PTS att försöka förbjuda Teracom att hålla är alltså det pris som Teracom skulle ha möjlighet att förvänta sig på en marknad med fungerande konkurrens. Detta kan ligga långt under de förväntningar på prisnivån som en aktör med betydande inflytande har.

En reglerad SMP-operatör² som är aktiv på andra marknader som inte omfattas av reglering kan ibland använda resurser dels för den verksamhet som omfattas av PTS skyldighetsbeslut, men också för andra syften. Detta innebär att kostnader måste fördelas mellan dessa olika verksamheter. På samma sätt kommer en investering som kan användas på flera marknader att generera avkastning på samtliga av dessa marknader. Om SMP-operatören kunde tvinga sina kunder på den marknad där denne har ett betydande inflytande att betala ett högt pris, högre än kostnaderna samt den rimliga avkastning som företag kan förvänta sig på en marknad med fungerande konkurrens, skulle SMP-operatören kunna sänka priserna på marknader där den möter konkurrens. Detta innebär en korssubventionering och en överföring av marknadsmakt till skada för bägge marknaderna. Det är därför av stor vikt för konkurrensen på flera marknader att kunderna på en reglerad marknad inte tvingas betala en för hög ersättning.

Det är därför viktigt att PTS beaktar inte bara Teracoms verksamhet på de reglerade marknaderna, utan också aktiviteten på andra marknader vid beräkningen av relevanta kostnader, inklusive avkastningen på investerat kapital. Påståendet att det endast är Teracoms reglerade verksamhet som ska beaktas är således fel. Vad PTS har att beakta är hur prissättningen *just för Teracom* skulle se ut om Teracom mötte effektiv konkurrens på de reglerade marknaderna. Detta inkluderar att bedöma vilken avkastning som vore rimlig att förvänta sig på marknader med fungerande konkurrens.

På en marknad med fungerande konkurrens kommer avkastningen att variera över tid. På det sättet är den, som Teracom uttrycker saken, momentan. På en

² Med uttrycket avses en operatör som har funnits ha betydande inflytande på en marknad enligt 8 kap 6 § LEK, dvs. på engelska har *significant market power*, dvs. SMP.

sådan marknad kan aktörerna inte förvänta sig en trygghet genom en konstant, jämn och garanterad avkastning, utan denna kommer med nödvändighet att variera med konjunkturcykler, marknadsförändringar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. På en marknad där ett företag i betydande omfattning kan prissätta sina produkter och tjänster oberoende av konkurrenter, kunder och konsumenter är förutsättningarna annorlunda, och det finns betydligt större möjligheter för ett företag att sätta ett jämnt, långsiktigt avkastningskrav och ta ut ersättning för detta utan hänsyn till yttre omständigheter. En sådan marknad har lagstiftaren emellertid funnit är skadlig och har därför infört reglerna i LEK och ålagt PTS att se till att genom reglering begränsa en SMP-operatörs möjligheter till fri prissättning.

När PTS ska fastställa WACC:en ska PTS alltså försöka efterlikna en marknadssituation med varierande avkastning. Samtidigt måste PTS försöka få till stånd en reglering som kan fungera över en regleringsperiod, vilken är ca tre år. Det är svårt att uttala sig med säkerhet om utvecklingen på längre sikt, och som Teracom också påpekar på s. 3 är nuvärdet av framtida intäkter och kostnader beroende på vilken kalkylränta eller diskonteringsfaktor som används. Men det är direkt felaktigt att påstå att Teracom inte får någon avkastning på investerat kapital. Teracom gör ett påslag för avkastning genom att multiplicera bokfört värde med kalkylräntan, vilket inkluderar en ersättning för risk och inflation eftersom PTS tillämpar en nominell kalkylränta. Precis som på en marknad med fungerande konkurrens blir Teracoms möjligheter att få ersättning för gjorda investeringar i slutändan beroende av hur framtiden utvecklas.

Vad detta innebär för de olika parametrarna återkommer PTS till längre ned, men det är av vikt att notera att syftet med PTS reglering inte primärt är att skapa trygghet för Teracom, utan att utsätta Teracom för förutsättningar som liknar dem som föreligger på en marknad med fungerande konkurrens till nytta för företagets kunder och därmed slutkunderna. Samtidigt erhåller företaget full kostnadstäckning samt en rimlig avkastning på investerat kapital *baserat på rådande marknadsförutsättningar*, dvs. helt i linje med vad som skulle gälla på en marknad med fungerande konkurrens.

Elnätsmålen

Teracom har hävdad att de avgöranden från Kammarrätten i Jönköping (KR) rörande ellagen som Teracom gett in i målet, ger stöd för företagets inställning. PTS har i sitt tidigare yttrande varit tydlig med att myndigheten anser att man bör vara försiktig med att ge domarna prejudicerande verkan på det sätt Teracom gör gällande, något Teracom starkt ifrågasätter.

PTS vidhåller dock sin inställning, dels mot bakgrund av att lagstiftningen där är en annan (om denna, se bl.a. KR:s dom i mål 61-14 s. 30ff), dels mot bakgrund av de processuella omständigheter som utgjort rättnarna för KR:s prövning och som medfört att KR inte gjorde någon fullständig egen utredning. Att kalkylräntan må ha "diskuterats utifrån ett WACC-perspektiv" under handläggningen av elmålen förändrar inte heller det faktum att KR tillämpade WACC-beräkningarna som första instans. Det finns också avgörande skillnader mellan marknaderna, t.ex. genom att Teracoms infrastruktur kan användas till oreglerade produkter och därigenom generera intäkter och avkastning på gjorda investeringar utanför de reglerade marknaderna.

KR:s domar kan inte tolkas som att de ger ett entydigt besked om hur "ekonomisk teori" ser på frågan om WACC eller hur en sådan ska beräknas i varje situation eller bransch. PTS föreläggande avser tillämpning av LEK, det underliggande europeiska regelverket om elektronisk kommunikation, samt de gällande skyldighetsbesluten för Teracom och är korrekt utifrån de förutsättningarna. PTS har ingen uppfattning om hur en bedömning enligt ellagen ska göras, men det kan noteras att Energimarknadsinspektionen (EI) anser att avgörandena har begränsat prejudikatsvärde även på den myndighetens område (se bilaga 1, EI:s yttrande till förvaltningsrätten i Linköping av den 14 september, särskilt s. 6-7 och s.11).

Risikfri ränta

Det är inte helt klart för PTS om Teracom numera frånfallit sin tidigare invändning mot tillämpningen av den 10-åriga statsobligationsräntan utifrån skrivningen på s. 5, avsnitt 3.4.1. Möjligen är det så att Teracom skiljer på vad företaget kallar "momentan WACC" och en annan typ av WACC, "regulatorisk WACC", vilket Teracom anser att det är fråga om i målet. Utifrån detta, för att undvika missförstånd, finner PTS det lämpligt att förtydliga hur myndigheten sett på frågan om riskfri ränta.

PTS ska enligt skyldighetsbesluten fastställa en rimlig avkastning som Teracom kan inkludera i det kostnadsorienterade priset. Enligt skyldighetsbesluten ska PTS basera beräkningarna på WACC-metoden i linje med CAPM, men enligt LEK är PTS inte bunden av någon specifik instruktion för hur de ingående faktorerna ska beräknas.

PTS har under de senaste tio åren tillämpat 10-åriga statsobligationer som grund för att beräkna den riskfria räntan, och sedan 2011 beräknat den enligt ett genomsnitt under sju år för att därmed kunna överbrygga kortsiktiga marknadsförändringar.

PTS har i sitt tidigare yttrande åberopat en lång rad källor från ekonomisk litteratur för att understryka att det är en etablerad metod att utgå från den 10-åriga räntan på statsobligationer. PTS beräknar ett historiskt genomsnitt på sju år för 10-åriga svenska statsobligationer, vilket är en tydlig, transparent och robust metod som återspeglar en konjunkturcykel och ger en stabilitet för beräkningen av den riskfria räntan. Att sju år är en rimlig period vid tillämpning av regelverket för elektronisk kommunikation styrks av vad PTS anført om vilka perioder som valts av andra regleringsmyndigheter i sitt tidigare yttrande.

Teracom förespråkar att man istället tillämpar ett långt framåtblickande perspektiv, sannolikt om flera decennier, och utgår från den långsiktiga realräntan samt målet med inflationen. Denna metod, vilken även benämns som BNP-metoden, skulle ge Teracom en möjlighet att sätta sitt avkastningskrav högre och skydda sig mot sådana fluktuationer som andra typer av aktörer på de flesta marknader med fungerande konkurrens normalt utsätts för och alltså måste tåla.

Teracom förespråkar en sådan metod därför att det enligt företaget rör sig om investeringar med en livslängd på 40 år. PTS kan dock konstatera att den absoluta majoriteten av Teracoms investeringar består av aktiv utrustning snarare än master och torn och har avskrivningstider i storleksordningen 5 år. Teracoms metod innebär enligt PTS uppfattning också en osäkerhet eftersom det kan föreligga en betydande skillnad mellan teori och praktik, vilket inte minst understryks av det rådande marknadsläget med negativa räntor och låg inflation, som gör att justeringar av metoden blir godtyckliga. Teracom hävdar att företagets metod är det sätt som PTS ska beräkna den riskfria räntan på eftersom den tillämpas i de s.k. elnätsdomarna. PTS har tidigare gjort klart att myndigheten inte delar den uppfattningen. Man kan även notera att inte heller EI anser att en sådan metod bör tillämpas (se bilaga 1, EI:s yttrande till förvaltningsrätten i Linköping av den 14 september, s. 2-6 och 9f).

Som framhållits syftar de s.k. SMP-reglerna i L&EK till att skapa en situation som efterliknar vad som skulle vara fallet med effektiv konkurrens. Det syftet kan inte uppnås med den av Teracom förespråkade metoden, och den är därför inte lämplig att använda i förevarande fall.

Övriga faktorer i WACC:en

Teracom förefaller ha missuppfattat vad PTS anført i denna del i sitt tidigare yttrande. När PTS har funnit att Teracoms verksamhet skiljer sig från de renodlade mastbolagen har PTS inte gjort detta primärt utifrån den oreglerade verksamhet Teracom bedriver, och inte utifrån uppfattningen att Teracom har spektrumtillstånd från PTS. Det torde dock vara ostridigt i målet att Teracom är aktiv på de av PTS definierade marknaderna och tillhandahåller

utsändningstjänster. De amerikanska mastbolag Teracom jämför sig med bedriver inte den typen av verksamhet utan upplåter mastar. De äger alltså inte aktiv utrustning och bedriver inte heller utsändningar, eftersom de inte har tillgång till spektrum.

Särskild riskpremie

PTS delar inte uppfattningen att Teracom möter sådana särskilda risker att en investerare skulle kräva en högre avkastning än för andra företag för att investera i Teracom. Vad gäller vad Teracom framfört i sitt senaste yttrande vill PTS anföra följande.

Teknikskifte och tillväxten av alternativa plattformar är inte unikt för marknaden för utsändningstjänster, utan dessa förhållanden föreligger på i princip samtliga marknader för elektronisk kommunikation och påverkar i princip samtliga aktörer på dessa marknader. Denna faktor är således inte unik för Teracom utan gäller för flera av jämförelsebolagen och kräver således ingen särskild justering av räntenivån.

PTS anser inte heller att marknadsstrukturen med få stora kunder innebär någon särskild risk jämfört med jämförelsebolagen. Teracom är ett helägt statligt bolag som äger en infrastruktur som inte är möjlig för andra aktörer att replikera. PTS har i sina analyser av respektive marknad funnit att Teracom har 100 procents marknadsandel och att inträde av någon ny leverantör inte kan förväntas. PTS har i analyserna kommit fram till att det finns en låg grad av motverkande köparmakt på marknaderna (se beslut i ärende med dnr 11-9384 s. 54f resp. dnr 12-170 s. 46f), och att det saknas möjlighet för köparna att gå till någon annan leverantör. Dessutom har PTS funnit att det inte är möjligt för någon av kunderna att lämna marknaden för att istället bli aktiv på en annan marknad. För SVT, SR och UR följer det av kraven i sändningstillstånden, medan det för TV4 och MTG följer av affärsstrategiska och ekonomiska hänsyn.

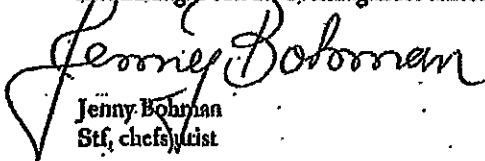
Det är inte motiverat att tillföra en riskpremie för att bolaget har få kunder, och särskilt inte när de största sammantaget står för över [redacted] av intäkterna för den reglerade verksamheten och är tvungna att använda Teracom som leverantör genom sändningsvillkoren. Risker för Teracom att tappa kunder är inte på något vis större än för andra operatörer och ägare av infrastruktur, och avsevärt lägre än för aktörer på marknader med fungerande konkurrens. Detta understryks också av det avtal som Teracom tecknat med SVT som löper under sex år för distribution i marknätet.³

³ Teracom AB, Årsredovisning 2014-01-01 – 2014-12-31, org. nr 556441-5098

Det finns inte heller något som förklarar varför Teracom, om man förlorade en mindre kund, i ett längre perspektiv inte skulle kunna ta ut ett högre pris av övriga kunder när, som det konstaterats, någon alternativ leverantör inte finns. Som PTS framhöll i sitt förra yttrande ger också PTS prisreglering utrymme för detta. Det ska också anmärkas att det i praktiken, genom att argumentera för ett höjt pris på grund av risken att förlora en kund, förefaller som om Teracom anser att det i vart fall idag finns ett visst utrymme att genom en prishöjning täcka för eventuellt förlorade intäkter.

Det finns således inga speciella risker, vare sig "bransch- och företagspecifika risker" eller "tillgångspecifika risker", för Teracom som inte föreligger för bolagen i de tre jämförelsegrupperna mastbolag, nätoperatörer och elbolag, och inget som talar för att investeringar i Teracom skulle uppfattas som förknippade med en sådan risk att en investerare skulle kräva en högre avkastning.

PTS vidhåller därför sin uppfattning att Teracom saknar fog för sina invändningar och att överklagandet därför ska avslås.


Jenny Bohman
Stf, chefsjurist

Bilaga: Energin marknadsinspektionens yttrande till förvaltningsrätten i Linköping av den 14 september

KAMMARRÄTTEN,
I JÖNKÖPING 1(2)

Ink 2016 -09- 14

Månr 430-16
Aktbil 11

SAKKUNNIGUTLÅTANDE

Undertecknad har av AI Advokater blivit ombedd att kommentera och redovisa min syn på vissa frågor kopplade till ekonomiska prognoser.

Jag är införstådd med att detta utlåtande kommer att återopas av Göteborg Energi Gasnät AB (nedan GEGAB) i den pågående tvisten vid Kammarätten i Jönköping i mål 430-16.

Beträffande min professionella bakgrund hänvisar jag till bifogad CV, bilaga 1.

Till grund för detta utlåtande har jag tagit del av följande handlingar:

- Dom meddelad den 1 februari 2016 av förvaltningsrätten i Linköping i mål 8124-14, samt
- Ei:s överklagande av den 19 februari 2016 till Kammarätten i Jönköping

Bakgrund

Den 1 februari 2016 meddelade förvaltningsrätten dom i ett mål rörande GEGAB:s intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018.

Förvaltningsrätten kom i sin dom fram till att parametern riskfri ränta skulle fastställas som ett genomsnitt av Konjunkturinstitutets (nedan KI) nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan. Förvaltningsrätten underkände samtidigt Energimarknadsinspektionens (nedan Ei) metodik varigenom endast genomsnittet av de fyra första åren av nämnda prognos användes för beräkningen av riskfri ränta.

I sitt överklagande av förvaltningsrättens dom anför Ei på sidan 3 sista stycket och på sidan 4 första stycket följande:

Om syftet med ett långsiktigt perspektiv är att överbrygga tillfälliga konjunkturförändringar är det enda möjliga tillvägagångssättet att använda historiskt utfall. Att använda historiskt utfall kan också motiveras utifrån att de aktuella investeringarna sker löpande vid olika tidpunkter. Under alla förhållanden ger historien en mer rättvisande nivå på en rimlig avkastning än mycket långsiktiga framåtblickande prognoser.

En möjlig, och mer rättvisande, metod skulle därför kunna vara en kombination av Konjunkturinstitutets prognoser för tioåriga statsobligationer för tillsynsperioden och det verkliga utfallet för den föregående tillsynsperioden, dvs. en period av åtta år. En sådan metod skulle leda till en riskfri ränta om 2,5 procent för tillsynsperioden 2015-2018 baserat på tillgängliga uppgifter i Konjunkturinstitutet "Konjunkturläget augusti 2014".

Jag har blivit ombedd att lämna mina kommentarer till vad Ei anför. Jag begränsar mig till detta och kommer inte att kommentera övriga delar av beräkningarna t ex WACC-metoden eller de numeriska värdena.

Bedömning

Båda parterna och förvaltningsdomstolen tycks vara överens om att den riskfria räntan skall fastställas på ett stabilt och förutsebart sätt där tillfälliga årsvariationer skall ha liten betydelse. Det bör noteras att medelvärdet av en prognos fyra år framåt i tiden är stabilare än medelvärdet av de senaste fyra årens faktiska utfall. Med mycket långa medelvärden av faktiska värden ökar dock stabiliteten, men i så fall talar vi om mer än 30-50 år bakåt i tiden. Min bedömning är att Ei:s förslag är mindre stabilt än KI:s nioåriga prognos av den 10-åriga statsobligationsräntan genom att det tillför slumpmässiga variationer från ett fåtal enskilda år.

Inh 2016-09-29
Målnr 430-16
Aktbil 14

2(2)

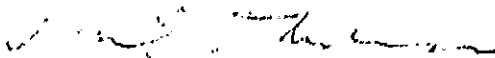
Båda parterna och förvaltningsdomstolen tycks också vara överens om att målet är att komma nära den riskfria räntan under en längre tid framåt. Man kan då konstatera att om man tar ett medelvärde av KI:s nioåriga prognos motsvarar det i genomsnitt fem $(=(1+2+\dots+9)/9)$ år framåt i tiden. Ett medelvärde grundat på 4 år av nämnda prognos ger ett genomsnitt 2,5 år framåt i tiden.

Ei:s förslag motsvarar medelvärdet av de senaste fyra åren och KI:s prognos de kommande fyra åren, vilket ger ett genomsnitt på prognosdagen (dvs "idag"). Därmed erhålls inte räntan i en framtid.

Ei anför att prognososäkerheten enligt KI ökar med tidshorisonten och att prognoserna på nio års sikt därför skulle bli mer osäkra och skall endast ses som en översiktlig bedömning. Varje prognos innehåller en osäkerhet. KI:s prognoser är dock i dagsläget den bästa möjliga prognosen med den minsta osäkerheten.

KI har en kompetent medarbetarstab som gör prognoser. Som alla prognoser bygger de med nödvändighet i stor utsträckning på historisk information. Det är därför konstigt att, som Ei gör, ställa historisk information mot prognoser. Ei verkar tro att en bättre och stabilare förutsägelse skulle fås genom att väga samman KI:s expertprognos med medelvärdet av de senaste fyra åren. Det känns för mig som ett underkännande av KI:s experter. Om denna sammanvägning vore bättre, så skulle KI redan ha gjort den. Jag utgår från att KI använder bra och väl beprövade metoder vid sina prognoser och att de tar hänsyn till den historiska utvecklingen under en längre tid än fyra år bakåt i tiden.

Stockholm den 28 september 2016



Daniel Thorburn

PwC Deals

***Kommentarer -
Löptidens påverkan
på beräknad
kalkylränta för
elnätsverksamhet***

11 oktober 2016



Innehåll

1. Bakgrund och uppdrag	2
1.1. Bakgrund.....	2
1.2. Uppdrag	2
1.3. Begränsningar	2
2. Löptidspremien	3
2.1. Löptidspremie och löptidsdifferens	3
2.2. Varför ska en löptidspremie tillämpas?	3
2.2.1. Löptidspremien enligt PwC:s Rapport	4
2.3. Riksgäldens PM avseende statsskuldens löptid.....	4
3. Slutsats	6
4. Kontaktinformation	7
5. Källförteckning	8

1. Bakgrund och uppdrag

1.1. Bakgrund

Energimarknadsinspektionen ("Ei") har i sitt yttrande daterat 2016-09-14 bemött Vattenfalls begäran om att en löptidspremie ska tillämpas i samband med bedömning av den riskfria räntan vid beräkning av rimligt avkastningskrav för elnätsverksamhet.

Ei anser att det saknas skäl att beakta en eventuell löptidspremie vid fastställande av den riskfria räntan och PwC har ombetts att kommentera Ei:s ställningstagande enligt uppdragsbeskrivningen nedan.

1.2. Uppdrag

I utlåtandet "*Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*" ("PwC:s Rapport")¹ har PwC analyserat förekomsten av en löptidspremie på den svenska marknaden mellan statsobligationer med kortare och längre löptid samt bedömt storleken på löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer i en marknad i jämvikt.

PwC har tillställts Ei:s yttrande daterat 2016-09-14 samt bilaga 6² och bilaga 7³ till detta yttrande och har på uppdrag av Vattenfall ombetts att kommentera på de i dessa dokument genomförda analyser avseende löptidspremien.

1.3. Begränsningar

Detta sakkunnigutlåtande har gjorts på uppdrag av Vattenfall. Utlåtandet har upprättats för det syfte som redovisats ovan och PwC accepterar inget ansvar för användning till andra ändamål än detta. PwC ansvarar enbart gentemot vår Uppdragsgivare och tar inget ansvar för hur detta utlåtande kan komma att användas av andra parter och i andra sammanhang.

¹ PwC, *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 27 maj 2016

² Riksgälden dnr 2015/995, *Statsskuldens löptid*, 31 augusti 2015

³ Regeringskansliet, *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016 - Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2015*

2. Löptidspremien

2.1. Löptidspremie och löptidsdifferens

Ei påtalar i sitt yttrande skillnaden mellan löptidspremie och löptidsdifferens. Ei beskriver att löptidsdifferensen är skillnaden mellan en lång ränta och dagens korta ränta. Denna differens utgörs av två komponenter, dels löptidspremien som är en kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid dels en förväntan om framtida korta räntor. Detta anser vi är korrekt och i enlighet med vad vi angett i PwC:s Rapport, s. 6:

”Sambandet mellan löptid och nivå på den riskfria räntan ges av den s.k. terminsräntekurvan. För att ta positioner med längre löptider kräver en placerare en högre kompensation i form av en premie utöver den förväntade kortfristiga räntan. Terminsräntekurvan beräknas med utgångspunkt i räntor på statspapper med olika löptid. Löptidspremien ökar normalt med löptiden, men i avtagande takt. Terminsräntekurvan speglar dock utöver löptidspremien även förväntad utveckling i den korta riskfria räntan.”

Det vi analyserat förekomsten av, och storleken på, i PwC:s Rapport är skillnaden i räntenivå på en 10-årig riskfri ränta och en 30-årig riskfri ränta. Detta har vi benämnt löptidspremie, men benämns i Ei:s yttrande löptidsdifferens.

Det är vanligen förekommande att det som Ei benämner löptidsdifferens även benämns löptidspremie, se t ex Riksbankens uttalande nedan:

”Räntorna stiger i regel med löptiden (avkastningskurvan), vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även om det inte alltid är så betraktas det i regel som normalfallet för ränteinstrument. Detta brukar kallas att obligationer har löptidspremier. Lutningen på avkastningskurvan styrs delvis av vilken ränteutveckling aktörerna på marknaden förväntar sig i framtiden. Lutningen speglar också den kompensation som en investerare kräver för att placera kapital över längre löptider. Placeringar med kortare löptid innebär mindre ränterisk.”⁴

Oaktat de olika benämningarna anser PwC att det är skillnaden mellan riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid, som av Ei benämns löptidsdifferens, som ska utgöra utgångspunkten för en löptidspremie vid bedömning av riskfri ränta i regleringen av elnätsverksamhet. Nedan redogör vi för grunden till detta ställningstagande.

2.2. Varför ska en löptidspremie tillämpas?

Elnätsföretagens krav på en löptidspremie grundar sig i att en 30-årig ränta bättre matchar företagets investeringshorisont än en 10-årig ränta. Detta är i linje med vedertagen ekonomisk teori som säger att löptiden för den riskfria räntan ska sammanfalla med investeringens livslängd. Då det inte finns några tillgängliga prognoser över en svensk riskfri ränta med 30-årig löptid måste den 30-åriga räntan estimeras på annat sätt. Genom att addera den genomsnittliga differensen mellan en 10-årig ränta och en 30-årig ränta till prognosen av den 10-åriga räntan erhålls ett estimat av en 30-årig ränta.

Prognosen av den 10-åriga riskfria räntan inkluderar en förväntan om framtida kort ränta samt löptidspremie, enligt Ei:s definition, för en 10-årig löptid. Därav bör även estimatet över den 30-åriga räntan omfatta båda komponenterna för att korrekt spegla en rimlig räntenivå med 30-års löptid. PwC anser därför att det i detta sammanhang är relevant att analysera räntedifferensen i sin helhet i enlighet med tidigare utförd analys i PwC:s Rapport.

⁴ Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden 2016*, augusti 2016, s. 33

2.2.1. Löptidspremien enligt PwC:s Rapport

I PwC:s Rapport har differensen mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid i jämvikt analyserats. Av diagrammet på s. 8 i PwC:s Rapport kan ses att den riskfria räntan med en 30-årig löptid, över hela perioden sedan den svenska obligationen med 30-årig löptid introducerades, varit högre än den riskfria räntan med 10-årig löptid. Det kan därför antas att en prognos över den 30-åriga räntan rimligen bör vara högre än den 10-åriga räntan och därför är en löptidspremie motiverad oavsett vad denna differens består av.

Precis som Ei anger är det svårt att differentiera hur stor andel av löptidsdifferensen som beror på framtida ränteutveckling i den korta räntan och vad som är en premie relaterad till löptid vid analys av differensen mellan den korta räntan och en ränta med en löptid på fem eller tio år. Detsamma gäller vid bedömning av hur stor del av differensen mellan obligationsräntor med en 10-årig löptid och en 30-årig löptid, som utgör löptidspremie respektive förväntan om framtida korta räntan på 10 års sikt respektive 30 års sikt. Man kan dock förutsätta att förväntan om framtida kort ränta stabiliseras över tid mot ett normalläge och inte varierar väsentligt på 10 års sikt och 30 års sikt. Därav får man anta att den större delen av räntedifferensen mellan en obligation med 10 års löptid och 30 års löptid utgörs av löptidspremien. Oavsett detta anser vi dock att det vid estimering av en 30-årig riskfri ränta är korrekt att använda räntedifferensen i sin helhet som premium.

Då tidsperspektivet för bedömning av övriga parametrar i WACC-beräkningen är långsiktigt stabilt bör även tidsperspektivet för bedömning av löptidspremien vara långsiktigt stabilt. Den tillämpade löptidspremien ska därmed inte utgöra aktuell löptidspremie utan en normaliserad nivå på löptidspremien. Även om löptidspremiens storlek kan variera över tid och vara såväl positiv som negativ, är det en generell uppfattning att avkastningskurvan oftast lutat uppåt och att löptidspremien är positiv.

Vi har i PwC:s Rapport försökt att bedöma räntedifferensen mellan en riskfri ränta med 10-årig respektive 30-årig löptid i ett jämviktsläge och därför har längre historiska perioder analyserats. Under vissa av dessa perioder får man förutsätta att förväntan om framtida kort ränta varit en högre ränta medan det under andra perioder funnits en förväntan om sjunkande räntor. Därav bör ränteförväntan på kort sikt ha mindre påverkan på den genomsnittliga räntedifferensen över hela tidsperioden. Detta, tillika att framtida förväntan avseende den korta räntan stabiliseras över tid enligt ovan, medför att PwC, utan att ha gjort en djupare analys, tar det för sannolikt att större delen av räntedifferensen mellan en 10-årig ränta och en 30-årig ränta i ett jämviktsläge utgörs av en premie kopplad till kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid.

Sammantaget finns det starkt stöd för att en löptidspremie existerar och att den vanligen är positiv till följd av den kompensation investerare kräver för att binda pengar under en längre tid. Vi menar även att det är räntedifferensen i sin helhet som bör vara utgångspunkt för premiepåslag till prognosen på den riskfria räntan med 10 års löptid i samband med reglering av elnätsverksamhet. Ei:s yttrande förändrar därför inte resultaten och slutsatserna i PwC:s Rapport.

2.3. Riksgäldens PM avseende statsskuldens löptid

Att Riksgälden i sitt PM avseende statsskuldens löptid drar slutsatsen att löptidspremierna nu förefaller vara nära noll saknar relevans då löptidspremien i regleringen av elnätsverksamhet ska ha sin utgångspunkt i ett jämviktsläge.

Riksgälden konstaterar baserat på sin analys att samtliga metoder ger intrycket att löptidspremier fallit över tiden för att nu ligga nära eller något under noll. Det framgår dock inte tydligt om Ei baserat på Riksgäldens analys menar på att det inte finns någon löptidspremie i det längre perspektivet.

PwC anser att både Riksgäldens metod 2 (Diebold och Li) och 3 (Adrian, Crump och Moench) ger stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Metod 2 visar på en sjunkande löptidspremie utifrån de valda analyserade tidsperioderna 1995-2015 mot 2005-2015. Det kan dock konstateras att den aktuella löptidspremien med denna metod per 31 mars 2015 uppgår till 0,38 procent som är väsentligt högre än genomsnittet 2005-2015 som uppgick till 0,15 procent. Av detta resultat hade vi inte vågat dra slutsatsen att löptidspremien vare sig är sjunkande eller nu ligger nära eller under noll.

Även metod 3 anser vi visar stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Denna metod visar förvisso på låg och till och med negativ löptidspremie, men endast under det senaste året. Sett över perioden 1995-2015 visar resultatet tydligt på att det i ett normalläge finns en löptidspremie som väsentligen överstiger noll och för en 10-

årig löptid i genomsnitt över perioden uppskattningsvis ligger på mellan 1-2 procent, enligt diagrammet i Riksgäldens PM, s. 6.

Utöver att Riksgäldens PM fokuserar på aktuell löptidspremie, analyserar Riksgäldens PM löptidspremien mellan den aktuella korta räntan och en ränta med fem respektive tio års löptid. För det fall en sådan löptidspremie finns och om den är positiv eller negativ är irrelevant utifrån den metod som såväl Ei som elnätsföretagen förespråkat för att fastställa den riskfria räntan. I båda dessa metoder är utgångspunkten en prognos över den riskfria räntan med 10 års löptid. Dessa prognoser inkluderar löptidspremien mellan 10-årig ränta och den korta räntan. Det enda som är av relevans och som borde ha analyseras är om det finns en löptidspremie mellan en 10-årig och 30-årig riskfri räntan.

3. Slutsats

PwC anser att de slutsatser och resultat som ges av PwC:s Rapport, oaktat Ei:s kommentarer kring löptidspremien, är rimliga som grund för bedömning av löptidspremien i samband med reglering av elnätsverksamhet.

Vi finner att räntedifferensen mellan en 10-årig statsobligation och en 30-årig statsobligation i sin helhet bör vara utgångspunkten för bedömning av löptidspremien vid estimering av en 30-årig ränta i samband med beräkning av rimlig WACC för elnätsverksamhet

PwC:s bedömning är att den i PwC:s Rapport beräknade skillnaden mellan en 10-årig och 30-årig riskfri ränta i jämvikt till större del utgörs av en premie för den risk som investerare förknippar med en längre löptid och till mindre del av en förväntan om utveckling i den korta räntan.

PwC vidhåller därav att en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer föreligger och att den rimligen uppgår till åtminstone 0,6 procent.

4. Kontaktinformation

Anna Elmfeldt

Head of Energy, Utilities & Mining

anna.elmfeldt@se.pwc.com

+46(0)70-929 41 66

"PwC" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.

5. Källförteckning

PwC, *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 27 maj 2016

Regeringskansliet, *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016 - Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2015*, 12 november 2015

Riksgälden dnr 2015/995, *Statsskuldens löptid*, 31 augusti 2015

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden 2016*, augusti 2016

Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB, Torsgatan 21, 113 97 Stockholm
T: +46 (0) 10-212 4000

All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see <http://www.pwc.com/structure> for further details. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwC in any way.