

FÖRVALTNINGSRÄTTEN
I LINKÖPING

2015 -12- 1 8

Mål nr _____

_____ Aktbil _____

Bilaga 23

1 (14)

 Energimarknadsinspektionen
Swedish Energy Markets Inspectorate

Datum
2015-09-14

Diariernr
2014-101940

Er beteckning
Mål nr 8016-14, 8020-14

Förvaltningsrätten i Linköping
Enhet 1
Box 406
581 04 Linköping

**Mål nr 8016-14 och 8020-14;
Swedegas AB./. Energimarknadsinspektionen**

Energimarknadsinspektionen (Ei) vidhåller sin inställning med följande tillägg och förtydliganden.

Yttrandet avser både mål 8016-14 och 8020-14, utom avsnitt 2 som endast gäller mål 8016-14 (transmission). I den del som avser kalkylränta, avsnitt 1, återopas yttrandet även i mål 8021-14 (E.ON Gas Sverige AB, E.ON) och mål 8124-14 (Göteborg Energi Gasnät AB, GEGAB).

1 Kalkylräntan

Mot bakgrund av den stora betydelsen bedömningen har och frågans ekonomiska komplexitet menar Ei, i enlighet med vad som framförts i yttrande den 3 juli 2015, att förvaltningsrätten bör utse en oberoende sakkunnig. Det kan särskilt noteras att frågan har betydelse för samtliga intäktsramar för gas men även för el och i andra reglerade verksamheter, se avsnitt 1.7. Vid överprövning av Post- och telestyrelsens (PTS) motsvarande beslut används ekonomiska experter, se avsnitt 4.

Regleringen syftar till att naturgasföretagens verksamhet ska bedrivas effektivt till låga kostnader samt till att säkerhetsställa att kunden får betala ett skäligt pris för tjänsten. Den intäktsram som Ei fattar beslut om ska därför täcka skäliga kostnader för att bedriva verksamheten under tillsynsperioden och ge en *rimlig avkastning* på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten.

Vad gäller frågan om rimligheten är det Eis uppfattning att den kalkylränta som fastställs måste vara rimlig. Ei menar inte att rimlighetsbedömningen ska ske separat eller att den vedertagna metoden ska frångås. Om man vid beräkningen av WACC kommer till ett orimligt resultat (exempelvis väsentligt högre avkastning på kapitalbasen för naturgasföretagen jämfört med den situation som gäller för företag på konkurrensutsatt marknad) blir det dock nödvändigt att gå igenom samtliga parametrar och metoden igen och se vad som är orsaken till orimligheten. Parterna är överens om att det är WACC-metoden som ska användas.

152000-10-17 10:24:00



EY har på uppdrag av Ei bemött Swedegas påståenden om felaktigheter i Ei:s beräkning av kalkylräntan, se bilaga 1 (nedan benämnt EY III). Bemötandet tillsammans med EY:s tidigare utlåtanden, Ei:s beslut och yttranden visar tydligt att den metod som förespråkas av Swedegas, E.ON och GEGAB, inte är vedertagen eller lämplig samt att det motsatta gäller avseende den av Ei använda metoden. Ei tillägger avseende detta följande.

1.1 Tidsperspektiv och övergripande syfte

En avgörande fråga i målen är vilket tidsperspektiv som ska vara utgångspunkten vid beräkningen av WACC, och då särskilt vid skattningen av den riskfria räntan. Frågan avser både för vilken period WACC ska beräknas/uppskattas och vilket underlag som ska användas för att skatta den riskfria räntan för den valda perioden. Ei:s uppfattning är att WACC ska avse tillsynsperioden och att skattningen av riskfri ränta ska göras utifrån 10-åriga svenska statsobligationer. Ei menar att detta är en bra utgångspunkt, men också den enda vedertagna och möjliga utgångspunkten.

Swedegas har kritiserat Ei:s metod och menar att kalkylräntan ska fastställas till den nivå som kan förväntas utgöra genomsnittet av WACC över en "lång tidsperiod". Denna ansats, som kan benämnas "genomsnittsansatsen", innebär att kalkylräntan medvetet tillåts avvika från den WACC som gäller under respektive tillsynsperiod i förhoppning om att alla avvikelser ska jäsna ut sig betraktat över lång tid. Såvitt gäller tillsynsperioden 2016-2019 innebär denna ansats att kalkylräntan fastställs till en högre nivå än prognostiserad WACC för perioden, oaktat vilken metod som i övrigt används för att fastställa parametrar i WACC-beräkningen.

Swedegas lyfter fram två viktiga övergripande perspektiv som bör vara vägledande vid bedömningen av kalkylräntan. Det är **kundperspektivet** och **investerarperspektivet**. Kalkylräntan ska vara så hög som krävs för att rätt investeringar ska göras i nätet, men inte högre. På så vis får kunderna betala ett skäligt pris för tjänsten. Ei menar att det ur både investerarnas och kundernas perspektiv är bäst med det tidsperspektiv som Ei har använt av följande skäl.

1.1.1 Investerarperspektivet

Det är självklart så att det blir lättare att attrahera kapital till gasinvesteringar *under den aktuella tillsynsperioden* om kalkylräntan är 7,62 procent än om den är 6,26 procent. Det centrala är dock inte att konstatera att ju högre WACC desto högre investeringsvilja utan det centrala är att besluta om en tillräckligt hög WACC för att rätt – inte alla – gasinvesteringar ska göras och för att kunderna ska slippa att betala mer än nödvändigt för tjänsten. Investerares avkastningskrav varierar från tid till annan beroende på konjunkturläge och andra faktorer. Avkastningskraven under framtida tillsynsperioder kommer därför med allra största sannolikhet att skilja sig från avkastningskraven under tillsynsperioden 2016-2019.

Detta innebär, annorlunda uttryckt, att de vid var tid gällande avkastningskraven är fullt ut relevanta även för investeringar med lång livslängd. En investerare fattar beslut baserat på den marknadsinformation som finns tillgänglig när investeringen görs oavsett

om investeringen är lång- eller kortsiktig. Detta gäller för privatpersoner såväl som företag. Exempelvis är de flesta bostadsköp långsiktiga till sin karaktär men det finns inga bostadsköpare som i förväg vet vad deras bostad är värd om exempelvis 10 eller 20 år. Den framtida avkastningen på bostadsinvesteringen är inte känd. Ändå köps det bostäder.

KPMG anger särskilt i sitt senaste utlåtande, 2015-06-11 (KPMG IV), sid. 4, att en fluktuerande kalkylränta innebär att investerarna vid investeringstillfället inte vet exakt vilken avkastning de kommer att få efter en tillsynsperiod. Detta gäller för alla investeringar – avkastningen är aldrig exakt känd i förväg. Trots denna osäkerhet sker i näringslivet långsiktiga investeringar utan att företagen kräver garantier för framtida nivåer på avkastningen. De svenska näten för överföring av el och gas har uppförts utan att investerarna har haft kunskap om vilken specifik avkastning som tillgångarna kommer att generera under sin livslängd.

Om kalkylräntan fastställs för en mycket lång period skulle gasföretagen ges möjlighet att i förväg fastställa avkastningen på sina investeringar på ett sätt som få, om ens några, andra aktörer har. En sådan långsiktigt bestämd avkastning är inte nödvändig för att generera nödvändiga investeringar och argumentationen är inte heller teoretiskt grundad.

I linje med ekonomisk teori kan man förenklat beskriva att investerare fattar sina beslut baserat på gällande marknadsinformation och en jämförelse av olika investeringsalternativ. För ett företag grundar sig ofta en sådan jämförelse på en WACC beräkning. Det är den WACC som gäller vid investeringstillfället som investeraren förväntas basera sitt beslut på enligt ekonomisk teori. Detta gäller vid både lång- och kortsiktiga investeringar. KPMG IV, sid 3, anger att det finns en potentiell risk att WACC beräkningarna alltid påbörjas vid ett högt eller lågt ränteläge, vilket kan leda till systematisk över- eller underkompensation. Som framgår av EY III sid. 3 är risken i detta hänseende minimal eftersom avkastningen beräknas på hela kapitalbasen som är anskaffad vid olika tidpunkter. Som Ei återkommer till nedan och som EY också framhåller finns det dessutom större risker med att använda BNP- och inflationsmål som mått än när beräkningen görs på det sätt som Ei gjort.

Om en kalkylränta bestäms med genomsnittsansatsen genom BNP-metoden innebär det att kalkylräntan inte kommer att spegla de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven. Resultatet är att den avkastning som erbjuds inom naturgassektorn i de flesta fall kommer att gå i otakt med ekonomin i övrigt. Det är helt enkelt inte möjligt att göra några tillförlitliga prognoser för avkastningskraven för mer än några år framöver. Ingen kan idag säga om ränteläget i den svenska ekonomin under de närmsta 40 åren kommer att överensstämma eller ens vara i närheten av vad det har varit under den föregående 40-årsperioden. Detta innebär att en långsiktigt stabil eller "bunden" kalkylränta som fastställs idag med all sannolikhet kommer att vara "fel", i den meningen att den i praktiken inte kommer att spegla genomsnittlig WACC under den period som den är avsedd att gälla för. I tider med låga räntor kommer den avkastning som erbjuds för investeringar i naturgasanläggningar att framstå som mycket förmånlig.



vilket kan förväntas leda till överinvesteringar i nätet. Omvänt kommer avkastningen framstå som oförmånlig när ränteläget är högt, vilket leder till att investeringarna minimeras och att nödvändiga investeringar kanske uteblir om inte regleringen justeras, vilket i sin tur skulle få till följd att kunderna totalt sett har fått betala ett överpris. Det är med andra ord inte alls uteslutet att den metod Swedegas nu förordar inte kommer att användas om 10, 20 eller 30 år, om ränteläget är högre. Detta eftersom investeringar då inte skulle göras till en, i det läget, låg kalkylränta.

Det är inte nödvändigt för investerare att med säkerhet veta vad kalkylräntan kommer att vara under en lång tidsperiod för att regleringen ska kunna anses förutsägbar. Förutsägbarhet i regleringen uppnås istället genom att det blir tydligt hur kalkylräntan beräknas.

1.1.2 Kundperspektivet

När det gäller kundperspektivet har Swedegas gjort gällande att Ei:s metod är till nackdel för kunderna eftersom den ger en kalkylränta som "hoppas upp och ner" mellan tillsynsperioder. Swedegas tycks således mena att Ei vid bedömningen av vad som utgör en rimlig avkastning för tillsynsperioden särskilt ska beakta kundernas intresse av stabila tariffer över tid. Ei delar inte Swedegas uppfattning av flera skäl.

Med Swedegas metod är risken överhängande att ett stort antal kunder, om inte alla, får betala ett överpris för tjänsten nu och över tid. Den risken blir betydligt lägre med Ei:s metod. Inslaget av prognos och uppskattningar är nämligen betydligt större i Swedegas beräkning.

För kunderna som alldeles oavsett möter prisvariationer även inom en tillsynsperiod är det viktigare att de betalar rätt pris än ett kontinuerligt för högt pris vilket är risken med BNP-metoden. Det bör noteras att skillnader i kostnader för företag och privatpersoner mellan perioder med högt respektive lågt ränteläge i sig inte är något ovanligt. Redan idag påverkas många delar av ekonomin direkt eller indirekt av rådande ränteläge. Det är en förutsedd och önskvärd effekt av Riksbankens räntepolitik.

För att säkerställa att ägarna inte blir systematiskt överkompenserade på kundernas bekostnad är det nödvändigt med vissa fluktuationer mellan tillsynsperioder beroende på ränteläget.

1.2 Särskilt om riskfri ränta och BNP-metoden

Ei vidhåller att det inte är vedertaget att vid användning av WACC-metoden skatta den riskfria räntan med BNP-metoden och att det inte heller är ett bra mått. Ei hänvisar här särskilt till EY III, där det bl.a. tydligt framgår att måttet varken är vedertaget eller säkert.

Här är det viktigt att notera att Ei särskilt hävdar att BNP-metoden inte är ett vedertaget sätt att skatta riskfri ränta för användning i CAPM. För att kunna använda WACC-metoden behöver det som brukar kallas return on equity eller kostnaden för eget kapital tas fram, vilket man gör genom att använda CAPM. I CAPM utgör den riskfria räntan en

alternativkostnad, det vill säga kostnaden för en alternativ tillgång som saknar risk. Det är därför viktigt att den riskfria räntan som används i CAPM faktiskt är en alternativkostnad, dvs. utgör en avkastning på en riskfri tillgång som de facto finns på marknaden. Swedegas anför att syftet med att uppskatta en långsiktigt stabil riskfri ränta *inte* är att bedöma en ränta som en investerare kan investera i vid varje givet tillfälle. Problemet med detta synsätt är att både WACC-metoden och CAPM bygger på att de värden som ingår faktiskt existerar för investerare vid investeringstillfället. Här ska det också framhållas att ett grundläggande syfte med regleringen av monopolverksamhet, såsom gasnät, är att efterlikna ett konkurrenstryck och att syftet med användningen av WACC-metoden är att beräkna en rimlig avkastning på samma sätt som sker i marknaden.

Ei vidhåller också att BNP-metoden inte heller är en lämplig metod. Ei har i sitt tidigare yttrande pekat på svårigheterna och riskerna med att använda denna metod. Det förhållandet att måttet i sig är osäkert är ett av problemen. För att skatta riskfri ränta med BNP-metoden används summan av en policyvariabel (Riksbankens inflationsmål som det är formulerat just nu) och långsiktigt förväntad BNP tillväxt vilket är en högst osäker parameter. Ett förväntat värde är per definition osäkert och en prognos över tillväxt är, som alla prognoser, behäftad med risk. En summa av två värden där båda är osäkra (på olika sätt men ändå osäkra) kan omöjligen inte ge ett *riskfritt* värde. Denna summa utgör ingen vedertagen avkastning på någon riskfri tillgång som finns i marknaden. Ingen investerare kan handla en tillgång med denna avkastning vilket gör att dess användning inte är hållbar i CAPM. För att få "rätt" värde på förväntad kostnad för eget kapital är det nödvändigt med en korrekt skattad riskfri ränta på samma sätt som det är viktigt att ha korrekt skattat betavärde och att jämförelsebolagen är representativa. Detta är inget konstigt och inget ovanligt. CAPM används dagligen i finansiella värderingar och skattningar av olika avkastningar. CAPM räknas som ryggraden i all modern finansiell värdering och William Sharpe mottog år 1990 Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne för just CAPM.

Vad gäller frågan om Riksbankens användning av BNP-metoden samt regleringen i Norge och Storbritannien hänvisar Ei till EY III, sid. 3 f och 7, där det tydligt framgår att KPMG:s och Thore Johnsens hänvisningar i dessa delar är missvisande.

Om förvaltningsrätten skulle anse att framåtblickande prognoser inte bör användas vid skattning av den riskfria räntan är det Ei:s uppfattning att den lämpligaste åtgärden är att istället fastställa den riskfria räntan på samma sätt som PTS gör i sin reglering, nämligen genom ett historiskt rullande genomsnitt av 10-åriga statsobligationer. Detta skulle dock resultera i en lägre kalkylränta än den av Ei beslutade, se vidare avsnitt 1.7.

1.3 Marknadsriskpremien

Marknadsriskpremien är en del av CAPM. Formellt uttryckt skattas marknadsriskpremien som skillnaden mellan förväntad avkastning på marknadsportföljen (ett vanligt mått är avkastningen på aktiemarknadsindex) och riskfri ränta. Marknadsriskpremien visar hur mycket mer i avkastning som krävs för att

investera i en viss tillgång jämfört med den riskfria räntan. I alla delar av CAPM (och det är där marknadsriskpremien kommer in) ska riskfri ränta motsvara avkastningen på en riskfri tillgång som faktiskt finns som alternativ investeringsmöjlighet. BNP-metoden ger inte avkastningen på en tillgång som finns i marknaden. Därför kan inte heller det värde som BNP-metoden ger användas i CAPM.

Swedegas hänvisar i sitt yttrande till kammarrättens domar i elnätsmålen. Domarna bygger på en hybrid av BNP-metoden och en skattning av marknadsriskpremien som inte har BNP-metoden som underliggande mått på riskfri ränta. Kammarrätten använde en marknadsriskpremie som var ett genomsnitt av konsulter framtagna värden (där BNP-metoden inte var relevant) och ett beslut om riskfri ränta baserad på BNP-metoden *utan att* uppmärksamma sambandet mellan marknadsriskpremien och riskfri ränta. Även GEGAB förslår denna hybrid, även om motiveringen skiljer sig något åt. Oavsett motiveringar är det inte vedertaget att använda en sådan hybrid.

Det är vare sig korrekt, vedertaget eller i linje med ekonomisk teori att inte ta hänsyn till hur de olika variabelerna och parametrarna hänger ihop. Detta visar också att det inte är möjligt att använda BNP-metoden för skattningen av den riskfria räntan, eftersom samma metod inte kan ligga till grund för skattningen av övriga parametrar. Det går med andra ord inte att exempelvis skatta marknadsriskpremien konsekvent med den riskfria räntan om BNP-metoden används.

1.4 Kreditriskpremien

Swedegas menar att kreditriskpremien ska vara högre än den som kammarrätten använde i elnätsdomarna eftersom risken är högre för gasnätsföretagen. Detta resonemang är fel av flera skäl.

1. I sin bedömning av kreditriskpremien gjorde kammarrätten i elnätsmålen ingen bedömning alls av risken i elnätsverksamheten och särskilt inte en bedömning av skillnaden i risk mellan elnäts- och gasnätsverksamhet. Den kreditriskpremie kammarrätten tog beslut om grundar sig alltså inte alls i en bedömning av verksamhetens risk varken absolut eller i förhållande till någon annan verksamhet. Det går därför inte att dra de långtgående slutsatser som Swedegas vill göra.
2. Kammarrätten noterade, helt principiellt korrekt, att långa lån är dyrare och behäftade med fler risker för en långgivare än korta lån, därför beslutade kammarrätten om en kreditriskpremie på 1,83 procent eftersom denna siffra var högre än den Ei förordade och i linje med vad elnätsföretagen framförde. Kammarrätten gjorde, såvitt framgår av domskälen, inte någon egen analys av storleken på kreditriskpremien.
3. I besluten gällande intäktsram för gasnätsföretagen har Ei grundat sitt beslut på den analys som EY gjorde, WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioderna 2012,



2013 samt 2015-2018 den 2 september 2014 (EY I). Den analysen är genomförd på ett vedertaget sätt och med jämförelsebolagens data som grund.

Vi noterar att Swedegas i sitt yttrande hävdar att EY:s påstående om att företag inte finansierar sig på 30 års löptid är felaktigt och motbevisas av det obligationsindex KPMG refererar till (KPMG IV, s. 5). Som framgår av EY III kan man dock konstatera att KPMG har valt ett obligationsindex som motsvarar deras antagna löptid och som inte verkar baserat i en analys av på vilka löptider företag i realiteten finansierar sig. Självklart är det så att trettioåriga löptider förekommer bland företagen *som en del i finansieringsmixen*. Vi har aldrig påstått något annat. Den analys som ligger till grund för antagande om en tioårig löptid på finansieringen baseras på en bedömd genomsnittlig löptid för hela lånefinansieringen.

Swedegas menar vidare att även om EY skulle ha rätt, att en del företag finansierar sig på kortare tid än 30 år, så är det inte relevant i bedömningen av kreditriskpremien. Detta är ett märkligt påstående och har sin grund i att KPMG menar att användning av företagets faktiska genomsnittliga finansiering inte är konsekvent med de tillämpade principerna för företagsvärdering. Vidare påstår KPMG att EY:s argument i förlängningen innebär att företag som finansierar sig rörligt ska värderas utifrån aktuell rörlig ränta (KPMG IV, s. 6). Detta har EY varken påstått eller menat. I EY III framgår det att den främsta anledningen till att man inte skulle värdera ett företag utifrån aktuell rörlig ränta är att denna inte fångar upp förväntad framtida ränteutveckling, inte för att refinansieringsrisken skulle vara ett problem. Det är alltså i princip möjligt att värdera ett företag utifrån årliga implicita terminräntor under exempelvis en tioårsperiod, vilket i princip ska ge samma resultat som om en tioårsränta används. EY konstaterar också att de inte känner till någon välrenommerad värderingsfirma som regelmässigt använder trettioåriga löptider för riskfri ränta och kreditriskpremie vid företagsvärderingar, som ju normalt antar eviga kassaflöden.

Vad gäller att använda Swedegas faktiska lånekostnad som benchmark vidhåller Ei att WACC ska beräknas vid optimal kapitalstruktur. Det är därför av vikt att också göra en analys av typen av lån som används som "benchmark" för lånekostnaden. Om ett företag har en särskild typ av finansieringsstruktur och den strukturen innebär en lånekostnad som överskattar kostnaden för vad som kan sägas representera lånekostnaden vid en optimal kapitalstruktur är det inte lämpligt att använda den lånekostnaden som "benchmark".

Som EY tidigare konstaterat i utlåtande den 31 mars 2015, EY II, har Swedegas en s.k. leveraged buy-out (LBO) finansiering vilket gör deras lånekostnader mer riskfyllda (vilket ger sämre credit rating) och dyrare än jämförelsebolagens. Dessa lånekostnader motsvarar alltså inte lånekostnaden i en optimal kapitalstruktur och är därför inte lämpliga att användas som "benchmark".

Swedegas vänder sig inte emot riktigheten i påståendet kring LBO finansieringen men hävdar att nivån på deras skuldsättning – oavsett riskprofil och credit rating – motiverar användningen av just deras lånekostnad som "benchmark". KPMG för fram att de saknar



information om vilka faktorer, utöver skuldsättningsnivå, som är av betydelse för bedömningen. Vi hänvisar här till EY III, sid. 6, där följande anförts.

“En ratingprocess är inte enbart en nyckeltalsexercis utan innebär en sammanvägd analys av olika legala, operationella och finansiella risker. Moody's ratingmodell för el- och gasnätsföretag¹ omfattar fyra huvudkriterier: 1) trygghet och förutsägbarhet i regulatoriskt ramverk, 2) regulatorisk möjlighet att få full kompensation för kostnader plus avkastning på investerat kapital, 3) diversifiering samt 4) finansiell styrka och likviditet. Det sistnämnda kriteriet omfattar en analys av följande nyckeltal: a) räntetäckningsgrad, b) kassaflöde i förhållande till skuld, c) skuld i förhållande till tillgångarnas marknadsvärde eller regulatoriska värde. För att bedöma kreditvärdigheten och därmed rating för ett företag är det primära alltså vilket fritt kassaflöde företaget förväntas generera som kan användas till att betala räntor och amorteringar, inte primärt vilken skuldandel bolaget har (även om detta alltså är ett nyckeltal som förekommer).

Beträffande frågan om vi har underskattat jämförelsebolagens rating hänvisar vi till analysen på sid 19-20 i vår rapport från den 2 september 2014. Såväl de noterade jämförelsebolagen som de nordiska energibolagen, däribland de relativt små bolagen Kraftringen och Tekniska verken i Linköping, indikerar relativt tydligt en BBB-rating efter att man bortsett från det offentliga ägandet. Kreditriskpremien för en BBB-rating, som vi härleder från tioåriga energibolagsobligationer, kan det knappast råda någon större tveksamhet om. Denna understiger alltså väsentligt den ränta som Swedegas betalar.”

Ei konstaterar att det är tydligt att den LBO finansiering Swedegas har medför en annan riskprofil och högre lånekostnader än vad som kan förväntas gälla vid optimal kapitalstruktur. Det är därför inte lämpligt att använda Swedegas egna lånekostnader som ”benchmark”.

1.5 Särskild riskpremie

Swedegas hävdaratt Ei:s yttrande kring den särskilda riskpremien är felaktigt. Det stämmer inte av följande skäl.

Som Ei tidigare anført används ibland och för vissa typer av verksamheter en särskild riskpremie som tillägg till CAPM. Det centrala är att den särskilda riskpremien då blir en del av CAPM-ekvationen. En särskild riskpremie ska ge ersättning för eventuella risker som inte är diversifierbara eller systematiska och som *inte redan ersätts via marknadsriskpremien*. Normala/vanliga risker i den aktuella typen av verksamhet ersätts redan genom marknadsriskpremien.

Den särskilda riskpremien ska alltså ge ersättning för risk för den aktuella verksamheten som inte redan ersätts. Den särskilda riskpremien är inte ersättning för att man väljer att investera i en viss typ av verksamhet. En investerare får alltså ingen extra ersättning från den särskilda riskpremien om denne väljer att investera i exempelvis diamanter istället för svenska elnätsföretag. Inte heller om man investerar i gasnät istället för elnät. Den särskilda riskpremien gäller särskilda typer av risker *inom en verksamhet* inte mellan

¹ Rating Methodology, Regulated Electric and Gas Utilities”, Moody's Global Infrastructure Finance, August 2009



verksamheter. Annorlunda uttryckt är den särskilda riskpremien tillgångsspecifik vilket också lyfts fram av E.ON i mål 8021-14, yttrande den 15 juni 2015 avsnitt 3.7.

Ei har noterat och beskrivit i intäktsramsbesluten att det finns ett antal karakteristika som är specifika för svenska gasnätsföretag i relation till jämförelsebolagen och som motiverar en särskild riskpremie. Därför finns en särskild riskpremie med som en del i beräkningarna och den uppgår till 1,5 procent. Detta är ett högt värde i förhållande till företagets andel av marknadsriskpremien som uppgår till 3,8 procent.

Det kan konstateras att det också finns ett antal karakteristika som förts fram, se t ex E.ON:s yttrande den 15 juni 2015 i mål 8021-14, men som inte motiverar en särskild riskpremie. Detta gäller t ex effekterna av EU förordningar, effekterna av en politik som styr bort från fossil energioch av ändringar i regleringen. Denna typ av risker är inte specifika för svenska gasföretag och ersätts genom marknadsriskpremien. De motiverar därför inte någon särskild riskpremie.

Den särskilda riskpremien ger i CAPM ett tillägg till avkastningen på eget kapital men ändrar inte beta för den aktuella verksamheten. Vid jämförelse av tillgångar med olika risk och avkastning är det beta och avkastning som jämförs.

Det är alltså felaktigt att fastställa en särskild riskpremie utifrån en jämförelse med ett värde som använts i en annan reglering. Med andra ord har Swedegas i sak missuppfattat vad den särskilda riskpremien, om den finns, vilket den sällan gör, ska täcka.

Thore Johnsen anför att det inte har lagts fram någon empiri till stöd för bedömningen att den särskilda riskpremien ska vara lägre än 2 procent. Detta är ett bakvänt resonemang. En särskild riskpremie beräknas inte på samma sätt som andra parametrar. Det finns därmed inte heller empiri som stöder att den ska vara 2 procent. Som ovan nämnts är det inte korrekt att endast hänvisa till en annan reglering för en annan typ av verksamhet.

När det gäller den särskilda riskpremien är PTS-reglering av särskilt intresse, se vidare nedan avsnitt 1.7.

1.6 Inflation

När det gäller inflationen menar Swedegas att en ändring av denna vid en i övrigt konsekvent beräkning inte medför att kalkylräntan ändras. I grunden handlar detta om hur riskfri ränta bestäms och vilket inflationsmått som används.

Om riskfri ränta skulle beräknas med BNP-metoden innebär det att Riksbankens inflationsmål ingår i beräkningen. När ett värde görs om från nominellt till reall används förväntad inflation. Om inflationsmål och förväntad inflation skulle anta samma värde och värdets ändrades från t.ex 1,9 procent till 2 procent i både riskfri ränta och i justeringen av nominell WACC till real WACC så skulle inte kalkylräntan gå ner.



Om riskfri ränta skattas korrekt och alltså inte innehåller inflation så gäller dock inte ovanstående. Då gäller att ju högre förväntad inflation desto lägre real WACC. Det kan konstateras att BNP-metoden innehåller Riksbankens inflationsmål vilket är en policyvariabel som ligger fast tills dess att den ändras av Riksbanken och den kan, som i nuläget, vara väsentligt skild från exempelvis faktisk och förväntad inflation. Detta är bara ett av de många problem som finns med att använda BNP-metoden. Det är inte vedertaget att använda riksbankens inflationsmål när man konverterar nominell WACC till real WACC.

1.7 Kalkylräntan i annan reglerad verksamhet

Vid en domstolsprövning av vad som utgör rimlig avkastning för gasnätsföretag bör det beaktas att det finns andra regleringar i Sverige där en rimlig avkastning ska fastställas och där beräkningen görs med WACC-metoden. De ställningstaganden som Ei och domstolarna gör beträffande intäktsramar för el- och gasnät kan i förlängningen få konsekvenser för priset även på andra tjänster och vice versa. Om domstolar – med utgångspunkt endast i åberopade handlingar – beräknar kalkylräntan på ett sätt som ger överkompensation för företagen till nackdel för kunderna kan detta få mycket stora konsekvenser.

PTS har under många år beräknat en rimlig avkastning i sin verksamhet med vedertagen WACC-metod, utan användning av BNP-metoden. PTS metod har tidigare i huvudsak varit accepterad hos de reglerade företagen. Nu pågår dock, parallellt med de här aktuella målen, mål i Förvaltningsrätten i Stockholm (mål nr 10447-15) avseende den kalkylränta som PTS har beslutat för marksänd fri-tv och analog ljudradio ("PTS-målet"). Även detta mål behandlar vad som är rimlig avkastning för en reglerad verksamhet. I PTS-målet har Teracom AB ("Teracom") överklagat PTS föreläggande av den 23 april 2015, se bilaga 2, enligt vilket Teracom vid sin prissättning får använda en nominell kalkylränta (före skatt) om högst 8,0 procent. PTS har beräknat kalkylräntan enligt WACC-metoden. PTS överväganden gällande kalkylräntan framgår av PTS ER 2014:26, bilaga 3. Ei:s beslutade reala kalkylränta (före skatt) för gasföretagen motsvarar en nominell (före skatt) kalkylränta om 8,28 procent. Den kalkylränta som Ei beslutat om för gasföretagen är alltså högre än den kalkylränta PTS har använt för Teracom.

De frågeställningar som är aktuella i PTS-målet såvitt avser kalkylräntan är i flera avseenden identiska med de frågeställningar som är aktuella i gasmålen. Till detta ska läggas att Teracom åberopar elnätsdomarna till stöd för sin uppfattning att den nominella kalkylräntan (före skatt) ska vara 11,2 procent istället för 8,0 procent. Enligt Teracom ska den riskfria räntan beräknas på samma sätt som kammarrätten gjorde i elnätsdomarna, dvs. med den s.k. BNP-metoden. PTS bestrider detta, bilaga 4.

PTS metod för beräkning av kalkylräntan och de olika parametrarna som ingår i WACC-metoden är densamma för all verksamhet som PTS reglerar, dvs. även för det fasta nätet och mobilnätet. De överväganden som görs i PTS-reglering är samma överväganden som är aktuella här. Argumenten är också i stort desamma. Ei och PTS har inte i alla delar gjort på samma sätt, men de övergripande utgångspunkterna är desamma och det finns

inte några skillnader i sak som talar för att använda olika metoder i de olika regleringarna. Däremot finns det flera olika metoder som är rimliga, vilket innebär att det är naturligt att myndigheterna i vissa delar inte gör på precis samma sätt.

Vid fastställande av riskfri ränta utgår PTS, liksom Ei, ifrån 10-åriga statsobligationer, främst eftersom det är vedertaget, har stöd i den ekonomiska forskningen och stämmer överens med regleringen i övriga Europa, se bilaga 3 s. 16. Såväl Ei som PTS har alltså använt 10-åriga statsobligationer som utgångspunkt, men där Ei har använt framåtblickande prognoser för tillsynsperioden har PTS använt ett rullande genomsnitt för de närmast föregående sju åren för att därigenom finna en lämplig nivå för en treårsperiod.

PTS beräkning av kalkylräntan har baserats på perioden april 2007 – april 2014. Om samma tillvägagångssätt och underlag skulle användas här skulle den riskfria räntan uppgå till 2,82 procent, dvs. samma som i PTS reglering. Ei har i sin prognos kommit fram till 3,33 procent. Ei:s beräkning av riskfri ränta genom framåtblickande prognoser ger således en högre kalkylränta än vad som hade varit fallet om Ei använt samma metod som PTS.

PTS anser, liksom Ei, att det finns goda skäl att vara försiktig med att ge elnätsdomarna prejudicerande verkan för andra tillgångsslag och tidsperioder, se bilaga 4 s. 5. PTS har därigenom tagit uttrycklig ställning till att BNP-metoden inte ska användas. Här bör det särskilt framhållas att denna bedömning inte har sin grund i skillnader mellan regleringarna som sådana, eftersom det inte finns några skillnader som i sig motiverar användningen av olika metoder vid fastställande av den riskfria räntan.

PTS använder inte någon särskild riskpremie som tillägg i någon av regleringarna, eftersom relevanta risker beaktas vid fastställande av andra parametrar. Här finns det en skillnad i förhållande till regleringen av gasnät, eftersom gasnätsföretagen i Sverige är utsatta för vissa risker som de aktuella jämförelsebolagen inte är. Samtidigt är det viktigt att poängtera att även gasnätsföretagen får täckning för marknadsrisker även genom övriga parametrar som beta, marknadsriskpremie och kreditriskpremie, vilket måste beaktas vid bedömningen av den särskilda riskpremiens storlek. Som även framgår av PTS yttrande i PTS-målet, bilaga 4, är det inte relevant att jämföra med en ev. riskpremie i andra regleringar. Frågan är istället om det finns några risker *utöver* de som redan beaktas inom ramen för andra parametrar i den aktuella regleringen.

Denna jämförelse med PTS-målet visar att överprövningen av Ei:s beslut i gasnätregleringen måste ses i ett större sammanhang och att bedömningen av vad som är vedertagna och lämpliga ekonomiska metoder vid fastställande av kalkylräntan inte enbart är relevant för den här aktuella regleringen. Här kan slutligen framhållas att även de nya elnätsmålen vid förvaltningsrätten, avseende intäktsramar för perioden 2016-2019, med största sannolikhet kommer att beröra samma frågor.



2 Ekonomisk livslängd

Ei vidhåller sin inställning att den ekonomiska livslängden för transmissionsledningar ska vara 65 år. Ei har redovisat skälen till sin bedömning av en rimlig ekonomisk livslängd. Eftersom det är fråga om en bedömning, där verkligheten är osäker, är det nödvändigt att slutligen sammanväga olika faktorer i en samlad bedömning. Ei uppprepar inte här skälen för sin bedömning. Ei vill dock särskilt bemöta ett par av Swedegas senaste påståenden.

2.1 Regleringen nu och då

Som Ei förstår det gör Swedegas gällande att det är skillnad på utgångspunkterna för fastställandet av den reglermässiga avskrivningstiden i den tidigare regleringen och den nuvarande (Swedegas yttrande p. 81 ff). Detta stämmer inte. Det var även tidigare den ekonomiska livslängden som var utgångspunkten. Det framgår tydligt av den rapport som Ei tidigare har gett in i målet, EI R 2008:16. Det finns ingen anledning att betvivla att Swedegas, som var delaktigt i arbetet genom referensgruppen, förstod att det var den ekonomiska livslängden som skulle fastställas och att det skulle göras för såväl distributions- som transmissionsledningar. Enbart det förhållandet att utgångspunkten i den tidigare regleringen nu har reglerats i författning innebär ingen skillnad i detta avseende.

När det gäller Swedegas incitament (Swedegas yttrande p. 83) är det självklart så att företaget inte skulle ha begärt en längre avskrivningstid för ledningarna om det inte gynnade företaget. Ei har i sitt tidigare yttrande endast försökt förklara hur det kan komma sig att en längre ekonomisk livslängd nu gynnar Swedegas, medan en kortare var gynnsam i den tidigare regleringen. Detta innebär dock inte att utgångspunkterna för fastställandet ska vara olika. Den ekonomiska livslängden ska vara densamma oavsett vilken metod, RA eller RL, som används.

När det gäller kapitalkostnaderna tycks Swedegas ha missuppfattat Ei:s tidigare yttrande (Swedegas yttrande p. 90). Ei visar i yttrandet (sid. 11) att kapitalkostnaderna blir betydligt högre med en avskrivningstid på 90 år, oavsett om anläggningarna i verkligheten skulle visa sig vara förbrukade vid 65 år. Detta gäller oavsett hur länge anläggningarna används. I detta avseende saknar det helt betydelse att Swedegas inte fortsätter att få ersättning när anläggningarna inte längre används.

2.2 Jämförelsen med andra länder

Om den ekonomiska livslängden för svenska transmissionsledningar bedöms till 90 år är den väsentligt längre än i andra länder. Det är inte rimligt. Ei kan inte se något objektivt skäl till en sådan markant skillnad. Det förhållandet att regleringarna i övrigt i vissa avseenden kan skilja sig åt motiverar inte så vitt skilda bedömningar av avskrivningstiden. Det är självklart så att bedömningarna kan skilja sig åt något, eftersom det är just bedömningar utifrån osäkra faktorer.



Det stämmer att Sweco i sin rapport påpekar att det inte går att direkt jämföra länderna med varandra. Sweco framhåller dock särskilt att avskrivningstiderna i de jämförda länderna ger en god indikation på vad rimliga ekonomiska livslängder bör vara. Det framgår uttryckligen också av redogörelsen för respektive lands avskrivningstider att Storbritannien, Finland, Italien och Frankrike utgår från den ekonomiska livslängden vid fastställande av avskrivningstid.

Vad gäller jämförelsen med Finland framhåller Swedegas i överklagandet att den finska reglerarens bedömning utgår från det förslag som den finska motsvarigheten till Swedegas (TSO:n) lämnat utifrån sin kunskap om ledningarna och de underhållsrutiner som tillämpas. En relevant fråga är varför den bedömningen, utifrån ledningarna och underhållsrutinerna, inte skulle vara relevant för svenska förhållanden? Den finska regleringen blir i detta avseende inte mindre relevant för att den bygger på TSO:ns bedömning.

3 Muntlig bevisning

I det fall förvaltningsrätten beslutar att hålla muntlig förhandling i målet och i denna tillåta upptagning av muntlig bevisning åberopar Ei följande:

Förhör med partsakkunnige Partner Björn Gustafsson vid Ernst & Young AB, Box 7850, 103 99 Stockholm. Björn Gustafsson att höras om den utredning som EY gjort på uppdrag av Ei och som finns presenterad i EY:s utlåtanden I, II och III gällande storleken på enskilda parametrar för WACC för tillsynsperioden 2015-2018 till styrkande av att den riskfria räntan ska baseras på tioåriga statsobligationer och inte på den s.k. BNP-metoden, att kreditriskpremien ska baseras på tioårig löptid samt att lämplig WACC (real kalkylränta före skatt) för tillsynsperioden är 6,26 procent.

Förhör med Chefsekonomen tillika Ekonomie Doktorn Bo Andersson vid Post- och Telestyrelsen (PTS), Box 5398, 102 49 Stockholm. Bo Andersson ska höras om PTS överväganden som presenterats i PTS publikation 13-1949 och PTS ER 2014:26 gällande enskilda gemensamma parametervärden för WACC-beräkningen till styrkande av att BNP-metoden inte är en vedertagen metod för fastställande av riskfri ränta vid en WACC-beräkning och att det är vedertaget och lämpligt att basera beräkningen av riskfri ränta för reglerad verksamhet med långsiktiga investeringar på tioåriga statsobligationer samt till styrkande av att det inte är rimligt med en högre särskild riskpremie än den Ei använt.

4 Målens fortsatta handläggning

Ei vidhåller vad som anförts i yttrande av den 3 juli angående målens fortsatta handläggning. När det gäller frågan om utseende av sakkunniga vill Ei tillägga följande.

I det pågående PTS-målet, se ovan, kommer rätten i enlighet med vad som anges i 8 kap. 25 § lagen (2003:389) om elektronisk kommunikation bestå av två lagfarna ledamöter och två särskilda ledamöter som är ekonomiska experter. Detta eftersom målen är



ekonomiskt komplicerade (se prop. 2006/07:119 sid. 17 ff). De här aktuella gasmålen handlar till stor del om samma sak, nämligen vad som utgör rimlig avkastning för viss reglerad verksamhet samt hur WACC-beräkningen ska göras. Komplexiteten är densamma i de olika målen. Detta stärker Ei:s uppfattning att förvaltningsrätten bör utse en oberoende sakkunnig. Det måste ligga både rättens och parternas intresse att de komplicerade frågor som ska avgöras blir allsidigt belysta och att inte rätten begränsas till att bedöma partsakkunnigas utsagor.

Detta yttrande har beslutats av chefsjuristen Hanna Abrahamsson. Vid den slutliga handläggningen deltog också chefsekonomen Therése Hindman Persson.



Hanna Abrahamsson

Bilagor

1. EY, WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden 2015-2018, Bemötande av kritik, 21 augusti 2015
2. PTS föreläggande den 23 april 2015, dnr 14-5674
3. PTS ER2014:26, Uppdaterad kalkylränta för marksänd fri-tv och analog ljudradio - samråd
4. PTS yttrande den 31 augusti 2015 i Förvaltningsrätten i Stockholms mål nr 10447-15