

Datum
2015-12-07

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 i alla delar.

Med anledning av Swedegas, E.ON Gas Sverige AB:s (E.ON) och Göteborg Energi Gasnät AB:s (GEGAB) senaste yttranden och vad som framkom under de muntliga förhandlingarna vill Ei också anföra följande.

Yttrandet avser både mål 8016-14 och 8020-14 och är avseende kalkylräntan identiskt med yttrandena i mål 8021-14 (E.ON) och mål 8124-14 (GEGAB). Ei noterar här att företagen visserligen har olika yrkanden, men att de i allt väsentligt har samma argumentation.

1 Kalkylräntan

Den av Ei beslutade reala kalkylräntan om 6,26 procent före skatt (8,28 procent nominellt före skatt), är rimlig för tillsynsperioden. Den är också i alla delar beräknad utifrån vedertagna ekonomiska metoder och med ett relevant tidsperspektiv. Tidsperspektivet är långsiktigt på så vis att 10-årig statsobligation har använts som underliggande tillgång vid skattning av riskfri ränta och marknadsriskpremie. Tidsperspektivet är relevant även på så vis att kalkylräntan har fastställts utifrån vad som är rimligt för den aktuella tillsynsperioden, dvs. uppskattningarna har skett utifrån underliggande tillgångars förväntade nivå under tillsynsperioden.

1.1 Riskfri ränta

1.1.1 Tidsperspektiv och avgäldsrenta

Swedegas, E.ON och GEGAB (gasföretagen) har åberopat yttranden från Konjunkturinstitutet (KI) avseende tomträttsavgäld till stöd för sin uppfattning att den riskfria räntan ska fastställas utifrån ett mycket långsiktigt tidsperspektiv, oklart hur långt. KI har i de åberopade yttrandena på uppdrag av Tomträtts- och arrendeutredningen bedömt en långsiktig realränta för en ekonomi i jämvikt.

Med KI:s yttranden som underlag och utifrån en bedömning av praxis föreslog utredningen att avgäldsrentan skulle fastslås i lag och uppgå till 2,75 procent, dvs.

motsvarande den långsiktiga realräntan för en ekonomi i jämvikt. Skälen till förslaget sammanfattas så här (SOU 2012:71 sid.16).

Innebörden i gällande rätt är att avgälden ska motsvara en skälig ränta på markvärdet. I rättspraxis förekommer flera metoder för att bestämma vad den skäliga räntan är. Det vanligaste sättet att bestämma avgäldsräntan är att utgå från den s.k. långsiktiga realräntan, vilken domstolarna, fram till de sista åren, regelmässigt har uppskattat till 3 procent.

Vi har funnit att det behövs en tydligare och enklare reglering av avgäldsräntans nivå och föreslår därför att det i lagen pekas ut en generell avgäldsränta. Vid valet av räntenivå har vi ansett att det är rimligt att – såsom normalt har skett i praxis – utgå från den långsiktiga realräntan. Konjunkturinstitutet har på vårt uppdrag gjort en bedömning av realräntans nivå och funnit att den korta långsiktiga realräntan ligger på drygt 2 procent, medan den långa långsiktiga realräntan ligger i spannet 2,4–3,0 procent. Utredaren föreslår mot den bakgrunden att avgäldsräntan i lagen bestäms till 2,75 procent. Den räntenivån ska enligt vårt förslag gälla för samtliga Tomträttskategorier.

Avgäldsräntan ska alltså inte beräknas med WACC (Weighted Average Cost of Capital) eller CAPM (Capital Asset Pricing Model), utan direkt motsvara den långsiktiga realräntan. Detta är en helt annan metod än den som är aktuell i detta mål. Om en jämförelse överhuvudtaget är aktuell är det den av Ei beslutade kalkylräntan om 6,26 procent som ska jämföras med utredningens föreslagna avgäldsränta om 2,75 procent.

Ei har för egen del inhämtat ett yttrande från KI, se [bilaga 1](#). Av yttrandet framgår det tydligt att det inte är möjligt att av KI:s bedömning i nämnda yttranden avseende tomträttsavgäld dra slutsatsen att KI också anser att en riskfri ränta i CAPM och WACC-metoden för fastställande av intäktsramar för gasnätsföretag ska vara 2,75 procent. KI beskriver också det orimliga i att för de närmast kommande åren utgå från värdet på den långsiktiga realräntan för en ekonomi i jämvikt.

Prognoser och basscenarier för de närmaste tio åren syftar alltså till att beskriva vägen till jämvikten. Att däremot tillämpa jämviktsvärdet för realräntan från och med innevarande eller nästa år framstår från ett prognosperspektiv som omotiverat för denna variabel liksom för andra. Vi antar till exempel inte att arbetslösheten ligger på sin jämviktsnivå nästa år om allt tyder på att arbetslösheten för närvarande ligger långt ifrån sin jämvikt.

Av KI:s yttrande framgår vidare att det i KI:s prognosuppdatering 7 oktober 2015 antas att nominella riskfria statspappersräntor stiger gradvis. Under perioden till 2024 når den långa realräntan, mätt som nominell tioårig statsobligationsränta minus KPI-inflation, som mest upp till ca 2,1 procent, och under större delen av perioden är den betydligt lägre än så.

Ei vill återigen poängtera att detta innebär att den av gasföretagen förespråkade metoden ger en kalkylränta som är orimligt hög under tillsynsperioden. Gasföretagens metod implicerar nämligen en realränta om 2 procent, samtidigt som den verkliga realräntan

ligger under 2 procent. Dagens ränteläge är lågt och dessutom är inflationen inte i närheten av 2 procentsmålet. I och med att räntorna kan antas vara fortsatt låga även efter tillsynsperioden är risken dessutom stor att överkompensationen kan komma att bestå över mer än en tillsynsperiod. Om man använder en för hög riskfri ränta i CAPM innebär det att man överskattar avkastningen på eget kapital, vilket medför att kalkylräntan blir för hög. För att en sådan överavkastning ska kunna jämnas ut över tid krävs då att företagen under minst lika många år får motsvarande underavkastning. Utjämnningen över tid förutsätter dessutom att den riskfria räntan i regleringen inte höjs i ett läge med höga räntor.

När det allmänna ränteläget blir högre är risken stor att företagen kommer att begära att den riskfria räntan höjs. Detta eftersom företagen verkar i verkligheten, där räntelägen och konjunkturer är ett faktum som alla, även investerare, måste förhålla sig till och agera utifrån. Under de muntliga förhandlingarna var det också tydligt att företagen menar att den stabila långsiktiga riskfria räntan ska kunna ändras. De uttryckte tydligt att de inte vill att den riskfria räntan ska ligga fast. Under vilka förhållanden och utifrån vilka kriterier en ändring ska kunna ske vill de dock inte svara på. Vid förhöret med Thore Johnsen framkom det, som Ei uppfattade det, att den långsiktiga realränta som används i Norge ändras när det anses berättigat. Vem som avgör om det är berättigat och hur bedömningen går till är oklart. Denna oklarhet innebär bristande förutsägbarhet och transparens.

Ei ifrågasätter inte att det finns sätt att bedöma ekonomins långsiktiga jämviktsränta. Vi känner väl till den teorigrund som finns vad gäller vilka faktorer som påverkar den långsiktiga jämviktsräntan i ekonomin. Det finns flera teorier som försöker förklara uppkomsten av tillväxt och de två huvudinriktningarna är den exogena tillväxtteorin och den endogena tillväxtteorin. Solow-modellen som nämndes under den muntliga förhandlingen är en exogen tillväxtmodell för en i sin enklaste form slutna ekonomi som förklarar tillväxt med exogena variabler för sparande, befolkningstillväxt och teknologisk utveckling. Klart är att Sverige inte är en slutna ekonomi utan en liten öppen ekonomi i vilken realräntan påverkas av både inhemska men framförallt av omvärldsfaktorer. Ett högt sparande i Asien kommer till exempel att sätta press nedåt på många räntor i världen, inklusive de svenska under flera år framöver. Ei håller såklart med om att det är intressant att jämföra olika räntor och deras nivåer med varandra samt att diskutera hur lång tid det kan ta innan ekonomin kan förväntas komma i det som kallas ekonomisk jämvikt. Vi, liksom KI, menar dock att det är omotiverat att använda sig av jämviktsvärden nu eftersom ekonomin de facto inte är i jämvikt.

Swedegas återkommer till att investeringarna i gasnät är speciella eftersom de är långsiktiga och irreversibla. Alla investeringar är irreversibla. Den som köper en tillgång kan inte ångra sig och lämna tillbaka den till samma pris. Däremot kan innehavare av gasnät, liksom innehavare av andra tillgångar, sälja tillgången vidare. Det förhållandet att investeringen precis som alla andra investeringar är irreversibel saknar alltså betydelse för frågan om hur den riskfria räntan ska beräknas.

Det ligger i företagets intresse att nu, när räntorna är låga, förespråka ett långsiktigt perspektiv som sedan, när ränteläget är högre, kan ändras. Om så sker kommer kunderna att betala för höga avgifter även utslaget över en längre tid. Om förvaltningsrätten trots detta skulle anse att den riskfria räntan ska fastställas på det sätt som företagen gör gällande är det därför av mycket stor vikt att förvaltningsrätten också anger under vilka förhållanden och utifrån vilka kriterier den ska kunna ändras.

1.1.2 Vedertagna metoder

I regleringen av elnät och gasnät använder vi WACC-metoden och CAPM för att det är vedertagna ekonomiska metoder. Parterna är överens om detta. En av anledningarna till att vi använder dessa metoder är att regleringen av monopolföretag, exempelvis gasföretag, syftar till att efterlikna den marknadskontext som konkurrensutsatta företag möter och i den kontexten används WACC och CAPM. Anledningen till att efterlikna den marknadskontext som konkurrensutsatta företag möter är bland annat att, i linje med ekonomisk teori, öka effektiviteten och begränsa monopolföretagets möjligheter att utnyttja sin monopolmakt och ta ut övervinster på kundernas bekostnad. Detta gäller på flera olika typer av marknader där det förekommer företag med dominerande ställning (ett monopolföretag representerar maximalt dominerande ställning) vilket också framkom under den muntliga förhandlingen vid förhöret med chefsekonomen vid Post- och telestyrelsen (PTS), Bo Andersson.

Ei har i tidigare yttranden utförligt beskrivit varför den s.k. BNP-metoden inte är förenlig med WACC och CAPM. Med anledning av argumentationen i gasföretagets senaste yttranden och vid den muntliga förhandlingen, vill Ei här tydliggöra problemen med BNP-metoden i förhållande till CAPM.

Genom WACC-beräkningen får vi ett viktat genomsnitt på företagets totala kapitalkostnad som består av kostnad/avkastning på eget kapital och kostnad/avkastning för lån. Kostnad/avkastning på eget kapital beräknas inte på samma sätt som kostnad/avkastning för lån. CAPM används för att ta fram avkastningen på eget kapital.

CAPM har använts och utvecklats under många år. Redan 1964 utvecklade William F. Sharpe CAPM som är en modell för att beräkna avkastning/pris på olika tillgångar. CAPM kan sägas vara en utveckling av modern portföljteori som började utvecklas av bland andra Harry M. Markowitz på 1950-talet. Idag räknas CAPM som ryggraden i all modern finansiell värdering. Både Harry M. Markowitz och William F. Sharpe fick 1990 Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne och Sharpe fick priset för just CAPM.

Den riskfria räntan är en central del av CAPM och därmed också en central del av beräkningen av avkastningen på eget kapital.

I CAPM, och som tydligt framgår av den ekvation som används för att beskriva CAPM, ingår riskfri ränta både direkt och som del av marknadsriskpremien:

$$r_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f), \text{ där}$$

- r_e = kostnad för/avkastning på eget kapital
- r_f = riskfri ränta
- r_m = förväntad avkastning på aktiemarknadsindex
- β_e = betavärde
- $(r_m - r_f)$ = marknadsriskpremien

Det är **samma** riskfria ränta på båda ställen. Detta gör att det är centralt att vara konsekvent i användning av riskfri ränta. Det är inte korrekt att använda en riskfri ränta vid skattning av marknadsriskpremien och en annan riskfri ränta för resterande del av beräkningen.

Den riskfria räntan är ett marknadspris och utgör avkastningen på en riskfri tillgång som finns på marknaden. För Sverige och många andra länder i världen används statspapper (statsobligationer, statsskuldsväxlar) som underliggande riskfri tillgång – detta är allmänt vedertaget och inget som ifrågasätts. CAPM utgår ifrån tillgångar på marknaden och deras marknadsvärderade avkastningar, vilket gör att det är direkt felaktigt att i CAPM använda ett värde på riskfri ränta som inte utgör en avkastning på en underliggande tillgång som handlas i marknaden. Låt oss ytterligare en gång konstatera att måttet BNP tillväxt plus inflationsmål **inte** utgör en faktisk avkastning på en existerande tillgång i marknaden. Detta faktum har under den muntliga förhandlingen i målen även bekräftats av både Daniel Frigell och Björn Gustafsson.

Gasföretagen har hävdats att ekonomins långsiktiga jämviktsränta (oavsett hur den tas fram) kan användas som riskfri ränta i CAPM. Detta är mot bakgrund av vad som anförts ovan om CAPM inte korrekt. Ekonomins långsiktiga jämviktsränta går inte att direkt koppla till en avkastning på en tillgång som finns att handla på marknaden. Därför är den inte förenlig med CAPM. I tillägg ligger den långsiktiga jämviktsräntan idag på en helt annan och väsentligt högre nivå än den riskfria ränta som statsobligationsräntan representerar. Det signalerar att vi är mycket långt ifrån ekonomisk jämvikt. Problemet med detta har behandlats ovan under 1.1.1.

Gasföretagen hävdar att inte heller E_i har utgått från en avkastning som finns på marknaden vid beräkningen av riskfri ränta, eftersom prognoser inte är en existerande avkastning per se. Detta är ett märkligt resonemang. E_i har använt prognoser för en existerande tillgångs (statsobligation) marknadspris (riskfri ränta). Det finns alltså en underliggande tillgång med ett marknadspris som bas för E_i 's beräkning av den riskfria räntan.

1.1.3 Osäkerheten med prognoser

Gasföretagen har pekat på att Ernst & Youngs (EY) prognoser skiljer sig åt mellan el och gas. Som E_i och Björn Gustafsson förklarade vid den muntliga förhandlingen beror detta till stor del på att EY i underlaget avseende gasföretagens intäktsramar använde Riksbankens prognoser och ett eget antagande. Det förhållandet att metoden innehöll egna antaganden var en brist, som åtgärdades genom att använda KI:s prognoser inför

besluten om elnätsföretagens intäktsramar 2016-2019. Bristen i detta hänseende har dock enbart gynnat gasföretagen.

När det gäller riskerna med att använda prognoser vidhåller Ei att riskerna är större vid användande av så långsiktiga prognoser som gasföretagen förespråkar, än vid kortare prognoser för tillsynsperioden. Vid den muntliga förhandlingen framhöll Björn Gustafsson att både långa och korta prognoser är osäkra, men att riskerna med felaktigheter i kortare prognoser är mindre eftersom de kan korrigeras vid kommande period.

1.2 Särskild riskpremie

Den särskilda riskpremien hör uteslutande till CAPM och framtagandet av ett värde på avkastningen på eget kapital. Det finns ingen särskild riskpremie kopplad till WACC beräkningen per se eller till avkastningen på lånat kapital. Ei vidhåller att den särskilda riskpremien är tillgångsspecifik och ska fastställas i relation till jämförelsebolagen. Skillnaden i risk mellan elnätsföretag och gasföretag ska inte i sig påverka den särskilda riskpremien, utan återspeglas i skillnader i betavärde. Det är alltså inte teoretiskt korrekt att jämföra med eventuella särskilda riskpremier för andra verksamheter. Av PTS senaste yttrande i PTS-målet (Förvaltningsrätten i Stockholms mål nr 10447-15) framgår att även PTS har denna uppfattning, se [bilaga 2](#) sid. 7.

En särskild riskpremie om 2 procent, som gasföretagen förespråkar, skulle innebära att risken i den svenska gasverksamheten antas vara högre än i hårt konkurrensutsatt verksamhet. Att lägga till en så hög särskild riskpremie får nämligen samma effekt som om betavärdet från början hade skattats till 1,16. Ett betavärde på 1 innebär samma risk som aktiemarknadsindex. Ei:s analys visar att risken hos jämförelsebolagen motiverar ett betavärde om 0,76, vilket innebär lägre risk än för aktiemarknadsindex. Att gasverksamhet som bedrivs i monopol har lägre risk än aktiemarknadsindex är rimligt.

Jämförelsen med betavärdet är relevant eftersom det speglar risken i verksamheten och påverkar företagets andel av marknadsriskpremien, som blir 3,8 procent ($0,76 \cdot 5\%$). En särskild riskpremie på 2 procent höjer avkastningen på eget kapital och gör att den avkastningen blir högre än vad betavärdet på 0,76 motsvarar. Den högre avkastningen kan därför sägas motsvara ett betavärde på 1,16 ($5,8/5$). Ett betavärde på 1,16 indikerar en verksamhet som är mer riskfylld än aktiemarknadsindex, och i nivå med konkurrensutsatta verksamheter som fordonsindustrin, banker och gruvor.

Redan den särskilda riskpremie som Ei beslutat om på 1,5 procent gör att den avkastning på eget kapital som företagen kommer upp i motsvarar ett betavärde på 1,06, dvs. högre än aktiemarknadsindex. En särskild riskpremie på 1,5 procent är alltså hög för monopolverksamheter i Sverige med garanterad intäktsram.

När det gäller de särskilda risker som Ei har beaktat, men också de som företagen lyft fram, vill Ei tillägga att det är osannolikt att de realiserar under den aktuella

tillsynsperioden. Även i detta perspektiv framstår således den av Ei använda särskilda riskpremien som hög för tillsynsperioden.

1.3 Kreditriskpremien

Gasföretagen har gjort gällande att de risker som ligger till grund för den särskilda riskpremien även ska påverka kreditriskpremien. Björn Gustafsson förklarade under den muntliga förhandlingen att det är fel av följande skäl. Det är alltid så att risken i eget kapital är högre än risken i lånat kapital. Detta beror på att exempelvis banker alltid har högst prioriterade fordringar. De risker som beaktas i skattningen av avkastning på eget kapital ska därför inte beaktas vid beräkning/skattning av kreditriskpremien.

1.4 Andra regleringar

Det är Ei:s uppfattning att metoderna för bedömning av en rimlig avkastning bör vara desamma för gasföretagen som för elnätsföretag. Detta innebär dock inte att de brister som funnits i metoderna vid bedömningen av elnätsföretagens reglerade avkastning 2012-2015 ska tillåtas påverka andra tillsynsperioder eller regleringar.

Ei vidhåller också att PTS reglering har relevans. Det förhållandet att kammarrättens domar i elnätsmålen knappast kan anses prejudicerande för PTS är en annan sak.

Såväl Ei som PTS har att fastställa en rimlig avkastning på de reglerade företagens kapital. I båda fallen tillämpas WACC-metoden och CAPM. PTS reglerperiod är tre år och Ei:s tillsynsperiod fyra. Såväl Ei som PTS anser att den riskfria räntan ska vara relevant för tillsyns/reglerperioden. Detta trots att investeringarna i båda fallen avser tillgångar med längre livslängd.

Orsaken till såväl Ei:s som PTS synsätt i denna del är att syftet med regleringen är att söka återskapa det konkurrenstryck som inte finns. Det är också därför som båda myndigheterna använder WACC och CAPM. Myndigheterna delar av samma skäl uppfattningen att tioåriga statsobligationer är den relevanta underliggande tillgången vid beräkning av riskfri ränta.

PTS har den 20 november gett in ett yttrande i det pågående PTS-målet, se [bilaga 2](#). Av yttrandet framgår det tydligt vad syftet med PTS reglering är och att syftet inte kan uppnås om BNP-metoden används. PTS anför bl.a. att BNP-metoden skulle ge det reglerade företaget möjlighet att sätta sitt avkastningskrav högre och skydda sig mot sådana fluktuationer som andra aktörer på de flesta marknader med fungerande konkurrens utsätts för och måste tåla (sid. 6). Detta är inte i linje med regleringens syfte och detsamma gäller i de här aktuella målen.

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


Hanna Abrahamsson

Bilagor

1. Konjunkturinstitutets svar på förfrågan daterat den 24 november 2015
2. PTS yttrande den 20 november 2015 i mål 10447-15 vid Förvaltningsrätten i Stockholm (maskad av PTS)