



**KLAGANDE**

Se bilaga 1

Ombud: Advokaterna Mikael Wärnsby och Madeleine Edqvist  
Advokatfirman Lindahl KB  
Studentgatan 6  
211 38 Malmö

**MOTPART**

Energimarknadsinspektionen  
Box 155  
631 03 Eskilstuna

**ÖVERKLAGADE BESLUT**

Se bilaga 1

**SAKEN**

Fastställande av intäktsram enligt ellagen (1997:857) för tillsynsperioden  
2016–2019

---

**FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE**

1. Förvaltningsrätten beslutar att den reala kalkylräntan före skatt vid beräkningen av klagandenas intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019 ska vara 5,85 procent.
2. Förvaltningsrätten överlämnar till Energimarknadsinspektionen att beräkna intäktsramen för respektive klagande till faktiskt belopp.

**INNEHÅLLSFÖRTECKNING**

<b>FÖRVALTNINGSRÄTTENS AVGÖRANDE</b>	<b>1</b>
<b>INNEHÅLLSFÖRTECKNING</b>	<b>2</b>
<b>BAKGRUND</b>	<b>4</b>
<b>YRKANDEN</b>	<b>5</b>
<i>Elnätsföretagen</i>	5
<i>Energimarknadsinspektionen</i>	6
<b>VAD ELNÄTSFÖRETAGEN ANFÖRT</b>	<b>6</b>
<i>Långsiktighet</i>	6
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	8
<i>Risikfri ränta</i>	9
<i>Marknadsriskpremie</i>	12
<i>Betavärde</i>	13
<i>Särskild riskpremie</i>	13
<i>Kreditriskpremie</i>	15
<i>Inflation</i>	16
<i>A1 Advokater och Vattenfall</i>	17
<b>VAD ENERGIMARKNADSINSPEKTIONEN ANFÖRT</b>	<b>17</b>
<i>Långsiktighet</i>	17
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	18
<i>Risikfri ränta</i>	20
<i>Marknadsriskpremie</i>	25
<i>Särskild riskpremie</i>	27
<i>Kreditriskpremie</i>	30

<b>SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET</b>	<b>30</b>
<i>Utgångspunkter för förvaltningsrättens prövning</i>	30
<i>Lågsiktighet</i>	32
<i>Kapitalstruktur och jämförelsebolag</i>	34
<i>Risikfri ränta</i>	36
Ett långsiktigt perspektiv	36
Den underliggande tillgången	38
Löptidsdifferens	40
<i>Marknadsriskpremie</i>	42
<i>Betavärde</i>	44
<i>Särskild riskpremie</i>	45
<i>Kreditriskpremie</i>	47
<i>Inflation</i>	48
<i>Slutsatser</i>	48
<b>HUR MAN ÖVERKLAGAR</b>	<b>50</b>
<b>SKILJAKTIG MENING</b>	<b>51</b>

**BAKGRUND**

Klagandena (elnätsföretagen) bedriver elnätsverksamhet. Elnätsföretagen har hos Energimarknadsinspektionen föreslagit intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019. Energimarknadsinspektionen har fastställt intäktsramen för respektive elnätsföretag till ett lägre belopp än det föreslagna beloppet.

I bilaga 1 finns en förteckning över samtliga klagande som omfattas av denna dom, målnummer hos förvaltningsrätten, föreslagen intäktsram, beslutad intäktsram i 2014 års prisenivå samt uppgifter om Energimarknadsinspektionens beslut.

Intäktsramen består av två huvuddelar: löpande kostnader och kapitalkostnader. De löpande kostnaderna består av påverkbara och opåverkbara kostnader. Kapitalkostnaderna består av kostnader för kapitalförslitning (avskrivning) och kostnader för kapitalbindning (avkastning). Av de delar som ingår i intäktsramen är endast nivån på avkastningen aktuell i dessa mål. Avkastningen beräknas med en real kalkylränta före skatt. Energimarknadsinspektionen har vid sin prövning av vad som utgör rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten fastställt kalkylräntan till 4,53 procent. Skälen för detta framgår av bilaga 2. På sidan 15 i bilaga 2 anges samlat vilka värden inspektionen åsatt de olika parameterar som ligger till grund för kalkylräntan.

## YRKANDEN

**Elnätsföretagen**

Elnätsföretagen yrkar att förvaltningsrätten fastställer att en real kalkylränta före skatt om 6,3 procent ska tillämpas vid beräkning av intäktsramarna för tillsynsperioden 2016–2019.

För det fall förvaltningsrätten för något annat av de övriga elnätsföretag som överklagat Energimarknadsinspektionens beslut om intäktsramar för tillsynsperioden i fråga fastställer en kalkylränta överstigande 6,3 procent, yrkar elnätsföretagen dock att en sådan högre kalkylränta även ska tillämpas vid beräkning av elnätsföretagens intäktsramar .

Elnätsföretagen yrkar att förvaltningsrätten överlämnar till Energimarknadsinspektionen att, med tillämpning av den av förvaltningsrätten fastställda kalkylräntan enligt ovan, beräkna elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019 till faktiskt belopp.

Elnätsföretagen har åberopat flera skrivelser från myndigheter m.m., bl.a. följande rapporter från sakkunniga.

- *Angående estimering av vägd kapitalkostnad för svenska elnätsföretag* av professor Kenth Skogsvik, daterad den 18 maj 2016,
- *Long-term risk-free rates and their use in cost of capital calculations* av Navigant Consulting, Inc, daterad den 27 maj 2016,
- *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet* av Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB (PwC), daterad den 27 maj 2016, samt
- *Kommentarer – Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet* av PwC, daterad den 11 oktober 2016.

**Energimarknadsinspektionen**

Energimarknadsinspektionen medger att de överklagade besluten ändras på så sätt att den reala kalkylräntan före skatt fastställs till 4,56 procent, vilket medför en nominell kalkylränta och därmed en omvandlingsränta om 6,68 procent. Energimarknadsinspektionen anser att förvaltningsrätten bör överlämna till inspektionen att med tillämpning av den justerade kalkylräntan beräkna elnätsföretagens intäktsramar till faktiskt belopp. Energimarknadsinspektionen bestrider i övrigt ändring av de överklagade besluten.

Energimarknadsinspektionen har åberopat flera skrivelser från myndigheter m.m., bl.a. rapporten *WACC för elnätsföretag för tillsynsperioden 2016–2019. Kommentarer till yttranden från elnätsföretagen* av Ernst & Young AB, daterad den 25 augusti 2016.

**VAD ELNÄTSFÖRETAGEN ANFÖRT****Långsiktighet**

Den av Energimarknadsinspektionen beslutade kalkylräntan om 4,53 procent är orimligt låg och står i strid med ellagen och den rättspraxis som utvecklats på området. För perioden 2012–2015 tillämpades en kalkylränta om 6,5 procent. Det har inte skett några förändringar i det ekonomiska läget eller beträffande andra fundamentala ekonomiska faktorer som kan motivera en så kraftig sänkning av kalkylräntan.

Energimarknadsinspektionen har att förhålla sig till de ramar för bedömningen av kalkylräntan som lagts fast genom förarbeten och praxis. Detta är grundläggande principer om långsiktighet, stabilitet och förutsebarhet. Att parametrarna i WACC-beräkningen kan bestämmas på olika sätt är närmast en självklarhet, liksom att bedömningar kan leda till olika resultat. Det är

dock orimligt att Energimarknadsinspektionen vidhåller det kortsiktiga fyraåriga perspektivet och antar nya bedömningsgrunder för WACC som strider mot rådande praxis.

Vid bedömningen av kalkylräntan är tidsperspektivet av särskild betydelse. I målen om intäktsramar för naturgasföretag konstaterade förvaltningsrätten att kammarrättens uttalande om att ett långsiktigt stabilt perspektiv ska tillämpas vid fastställandet av kalkylräntan är ett principiellt uttalande som har bäring även på naturgasverksamhet och på andra tillsynsperioder. En kalkylränta ska självfallet fastställas inför varje tillsynsperiod. Den ska dock alltid fastställas med ett långsiktigt och stabilt perspektiv, vilket innebär att kalkylräntan inte enbart kan ta hänsyn till för stunden rådande marknads- och konjunkturlägen. Kalkylräntan ska vara stabil över en längre period för att erhålla den långsiktighet och stabilitet som verksamheten fordrar för att kunna attrahera kapital. Det ska emellertid framhållas att det med en långsiktigt stabil kalkylränta självfallet inte menas en kalkylränta som ska gälla för evigt eller inte kan variera mellan olika tillsynsperioder. Det är ostridigt att kalkylräntan ska fastställas för varje tillsynsperiod, dock alltid utifrån ett långsiktigt perspektiv. Det blir emellertid en ohållbar situation för elnätsföretagen och deras ägare och investerare när Energimarknadsinspektionen från en tillsynsperiod till en annan förändrar förutsättningarna för avkastningsbedömningen utan att det finns saklig grund för det.

Frågan om tidsperspektiv vid ränteberäkning har prövats av Högsta domstolen (NJA 1990 s. 714). Rättsfallet handlade om fastställande av avkastningskrav på lång sikt i fråga om avgäldsrentan för tomträtter. Högsta domstolen ansåg att avgäldsrentan skulle uppskattas genom ledning av det avkastningskrav som marknaden uppställer på alternativa jämförbara placeringar, dvs. vilken avkastning fastighetsägaren skulle ha fått om han under motsvarande tid hade investerat det i marken nedlagda kapitalet på något annat sätt. För en sådan bedömning fann Högsta domstolen att det

måste ske en jämförelse med placeringar som görs på mycket lång sikt, om möjligt placeringar som görs för ungefär lika lång tid som tomträtsupplåtelsen kan anses vara.

### **Kapitalstruktur och jämförelsebolag**

För tillsynsperioden 2012–2015 tillämpades en skuldandel på 37 procent. Den fastställdes utifrån ett genomsnitt av Energimarknadsinspektionens två konsulters utredningar. I nu aktuella beslut har Energimarknadsinspektionen fastställt skuldandelen till 52 procent. Energimarknadsinspektionen har denna gång uteslutande gått på Ernst & Youngs rapport, som vad gäller skuldandelen baseras på en bedömning av fem jämförelsebolag. Den kraftigt höjda skuldandelen är inte underbyggd av någon utredning eller ens rimlig motivering som kan ge erforderligt stöd för beslutet. Det saknas därför skäl att frånga den skuldandel om 37 procent som tillämpats för föregående tillsynsperiod, särskilt då förändringen inte kan motiveras av något annat skäl än att Energimarknadsinspektionen har ändrat jämförelsebolagen.

De jämförelsebolag som Ernst & Young har använt i sin bedömning är fem noterade bolag verksamma inom stamnätsverksamhet i Europa. Det är ett mycket begränsat urval av jämförelsebolag, både sett till antal företag och verksamhet. I Sverige är det enbart Svenska Kraftnät som bedriver stamnät. Övriga svenska elnätsföretag bedriver regionnät eller lokalnät, vilket innebär skillnader i risknivå. Jämförelsebolagen är inte heller verksamma i Sverige eller Norden, vilket medför skillnader i förutsättningarna både vad gäller reglering, klimatförhållanden och regelverk om bland annat avbrottsersättning. Jämförelsebolagen är dessutom mycket större än ett genomsnittligt svenskt elnätsföretag. Medelvärde för omsättningen i de fem jämförelsebolagen uppgår till cirka 49 miljarder kr, vilket kan jämföras med Svenska Kraftnäts omsättning 2014 som var drygt 9 miljarder kr. Jämförelsebolagens omsättning är alltså fem gånger högre än Svenska



Kraftnäts omsättning. Jämfört med medelvärdet för svenska regionnätsföretag är jämförelsebolagens omsättning 37 gånger högre, och med medelvärdet för svenska lokalnätsföretag 281 gånger högre. Jämförelsebolagens storlek och verksamhet innebär att de har en helt annan risknivå än de svenska elnätsföretagen. Jämförelsebolagen utgör inte ett representativt urval och skuldandelen kan därför inte bestämmas utifrån detta underlag. Om förvaltningsrätten ändå skulle finna att en skuldandel om 52 procent ska användas är det än viktigare att skillnaderna i risknivå mellan de svenska elnätsföretagen och jämförelsebolagen beaktas inom ramen för den särskilda riskpremien.

### **Risikfri ränta**

Den enskilt viktigaste faktorn för bedömningen av den riskfria räntan är vilket tidsperspektiv som anläggs. Kammarrätten har slagit fast att ett långsiktigt perspektiv ska anläggas vid beräkning av kalkylräntan och vid bestämmandet av parametrarna i WACC-beräkningen. Enligt vedertagen WACC-teori ska den riskfria räntan spegla investeringens tidshorisont. Uppskattningen ska därför utgå från en löptid som sammanfaller med investeringens livslängd, som för elnätsverksamhet uppgår till 40–50 år.

Tidsperspektivet för den riskfria räntan är i Energimarknadsinspektionens beslut enbart fyra år. Det är inte långsiktigt och stabilt i den mening som både kammarrätten och förvaltningsrätten har fastslagit. Energimarknadsinspektionen har inte heller baserat den riskfria räntan på en löptid som sammanfaller med elnätsinvesteringarnas livslängd.

Med ett alltför kort tidsperspektiv blir kalkylräntan inte stabil under en längre period utan riskerar att pendla upp och ner från ett år till ett annat. Det strider mot regleringens syfte att skapa förutsebarhet för nätföretagen och dess kunder samt stabila och långsiktiga villkor för verksamheten.

Kunderna skulle kunna drabbas av kraftigt varierande tariffer mellan olika tillsynsperioder och investerare skulle få svårare att göra avkastningsberäkningar på medellång och lång sikt, vilket typiskt sett hämmar investeringsviljan i nätverksamheten.

Energimarknadsinspektionen anger i sitt beslut att det inte finns några statsobligationer med samma löptid som investeringshorisonten för elnäts-tillgångar och att det inte finns tillgängliga data för att kunna beräkna WACC med ett tidsperspektiv på 40–50 år. Avseende de 30-åriga statsobligationerna hävdar myndigheten att likviditeten i dessa är för låg för att de ska kunna ligga till grund för en bedömning av den riskfria räntan. Energimarknadsinspektionen påstår vidare att det tillämpade tidsperspektivet är långsiktigt i finansiella sammanhang och att långsiktigheten ligger i den underliggande tillgångens löptid. Energimarknadsinspektionen kopplar därigenom felaktigt samman löptiden på den underliggande tillgången, som i Energimarknadsinspektionens beslut är 10-åriga statsobligationer, med långsiktigheten. Därtill bortser Energimarknadsinspektionen från att löptiden ska spegla investeringarnas tidshorisont.

Om 10-åriga statsobligationer ska utgöra den underliggande tillgången måste bedömningen ta hänsyn till den alltför korta löptiden. Det kan göras genom att tillämpa en löptidspremie motsvarande skillnaden mellan en 10-årig och en 30-årig ränta. Energimarknadsinspektionens påstående om att likviditeten hos 30-åriga svenska statsobligationer är för låg för att de ska kunna ligga till grund för bedömningen av riskfri ränta är felaktigt. Handel med 30-åriga statsobligationer sker dagligen till förhållandevis stora belopp. Navigant har analyserat likviditeten hos svenska statsobligationer och funnit att såväl 20-åriga som 30-åriga statsobligationer är likvida. Finansinspektionen har i en rapport från den 10 mars 2016 konstaterat att samtliga utestående statsobligationer är likvida. Även Ernst & Young har anfört att

30-åriga statsobligationer sedan slutet av 2011 har handlats i tillräckliga volymer för att räntan ska kunna anses tillförlitlig.

Konjunkturinstitutet har i en rapport från år 2012 utrett den långsiktiga realräntan och konstaterat att det föreligger en löptidspremie mellan den långa realräntan och den korta realräntan. Konjunkturinstitutet bedömde att löptidspremien mellan räntorna på en 30-årig och en 10-årig statsobligation uppgick till 0,2–0,4 procent. Även PwC och Navigant har utrett nivån på löptidspremien mellan räntan på 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer. PwC:s analys visar att löptidspremien på den svenska marknaden uppgår till åtminstone 0,6 procent. Enligt Navigants utredning uppgick löptidspremien för den 30-åriga statsobligationen till 0,94 procent vid tidpunkten för deras rapport. Sett över en fyraårsperiod blir löptidspremien något lägre.

E.ON anser i och för sig att en riskfri ränta som bedöms utifrån långsiktig BNP-tillväxt och inflationsmålet alljämt utgör en korrekt metod för att bedöma en långsiktig normaliserad nivå. E.ON finner dock skäl att nu ta utgångspunkt i den metod som förvaltningsrätten använde för att fastställa den riskfria räntan i naturgasmålen, dvs. att använda ett snitt av Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för räntan på 10-åriga statsobligationer. Det skulle ge en riskfri ränta på 3,7 procent. För att förvaltningsrättens metod ska motsvara löptiden på investeringarna och vara förenlig med WACC-teorin krävs dock att det görs ett tillägg till den riskfria räntan i form av en löptidspremie. En mycket försiktig hållning ger stöd för att löptidspremien uppgår till mellan 0,3 och 0,6 procent. Det mest aktuella underlaget visar dock att löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer på den svenska marknaden uppgår till åtminstone 0,6 procent.

### Marknadsriskpremie

Energimarknadsinspektionen hävdar att om den riskfria räntan höjs ska detta per automatik medföra en sänkning av marknadsriskpremien. Myndigheten motiverar en sådan justering med ett beräkningssamband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremie, där marknadsriskpremien utgörs av aktiemarknadens förväntade avkastning minskat med den riskfria räntan. Formeln i sig är matematiskt korrekt och vid en given aktiemarknadsavkastning finns det ett samband mellan nivåerna på riskfri ränta och marknadsriskpremie.

Problemet är dock att Energimarknadsinspektionen tillämpar detta samband alltför kategorisk och hävdar att kostnaden för eget kapital (aktiemarknadens avkastningskrav) är konstant. Så ser inte verkligheten ut. Såsom PwC har angett i sin rapport har den riskfria räntan och marknadsriskpremien under vissa perioder följts åt, medan det under andra perioder har varit så att den ena parameteren har stigit medan den andra parameteren har sjunkit. Det föreligger således inget absolut samband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremie. Trots att Energimarknadsinspektionen påstår att det finns ett direkt matematiskt samband mellan riskfri ränta och marknadsriskpremien, har inspektionen dessutom bestämt den riskfria räntan baserat på en framtida prognos för fyra år medan marknadsriskpremien baserats på ett historiskt genomsnitt för de senaste tre åren. Energimarknadsinspektionen frångår således själva det förmenta sambandet, och även sina konsulter metod, för att bedöma marknadsriskpremien.

Marknadsriskpremien bör fastställas utifrån en nioårig prognos om den riskfria räntan beräknas utifrån en nioårig prognos. Detta ger en repeterbar metod med samma tidsperspektiv som den riskfria räntan, samt möjliggör motsvarande beräkningar inför framtida tillsynsperioder. Det skulle, utifrån den prognos Ernst & Young gjorde i sitt underlag till Energimarknadsinspektionens beslut, medföra en genomsnittlig marknadsriskpremie om 5,25 procent.

Om en nioårig prognos inte tillämpas för att beräkna marknadsriskpremien är en rimlig långsiktig nivå för marknadsriskpremien 5,0 procent, vilket är den nivå som Ernst & Young uppskattat den till i ett normalt marknadsläge och som förvaltningsrätten har tillämpat i naturgasmålen.

### **Betavärde**

Betavärdet, liksom kapitalstrukturen, bestäms utifrån jämförelsebolag. Energimarknadsinspektionens bedömning av betavärdet har grundats på tre av fem jämförelsebolag. Jämförelseunderlaget är därför mycket begränsat. Energimarknadsinspektionen har även beslutat att någon Bloomberg-omräkning av betavärdet inte ska göras. Så gjordes inte heller i elnätsmålen för tillsynsperioden 2012–2015. Då kompenserades detta emellertid genom den särskilda riskpremien, vilken Energimarknadsinspektionen inför nu aktuell tillsynsperiod beslutat ska sättas till noll. Om en särskild riskpremie inte tillämpas blir betavärdet underskattat utan en Bloombergomräkning, vilket resulterar i en felaktig och alltför låg kalkylränta.

### **Särskild riskpremie**

Den särskilda riskpremien beaktar olika företagsspecifika osäkerheter och risker som inte omfattas av jämförelsebolagens betavärden, såsom regulatorisk risk, kassaflödesrisk, strukturell risk och ökade krav på nätföretagen.

Energimarknadsinspektionen har under tidigare reglerperioder ansett att en särskild riskpremie ska tillämpas. För tillsynsperioden 2012–2015 beslutade Energimarknadsinspektionen om en särskild riskpremie på 0,5 procent. Denna nivå ändrade kammarrätten till 1,0 procent bland annat med hänvisning till att en majoritet av experterna hade använt sig av en högre riskpremie än myndigheten samt med hänsyn till framtida risker, särskilt de regulatoriska riskerna. Energimarknadsinspektionens beslut att inte tillämpa

en särskild riskpremie är oförenligt med förvaltningsrätten och kammarrettens domar avseende tillsynsperioden 2012–2015.

Samtliga expertkonsulter, även Energimarknadsinspektionens egna, har för nu aktuell tillsynsperiod ansett att en särskild riskpremie på en nivå i intervallet 0,5–1,2 procent ska tillämpas. Det är därför märkligt att Energimarknadsinspektionen utifrån en helt egen bedömning väljer att inte tillämpa någon särskild riskpremie överhuvudtaget.

Energimarknadsinspektionen påstår att elnätsföretagen inte har en högre risk än jämförelsebolagen och att detta motiverar att den särskilda riskpremien tas bort. Skillnaden i storlek mellan jämförelsebolagen och de svenska elnätsföretagen har en väsentlig påverkan på WACC och motiverar en så kallad småbolagspremie i den särskilda riskpremien. Energimarknadsinspektionen har i sitt beslut anfört att det inte finns någon anledning att lägga till något risktillägg ens för små bolag. Det är dock inte en differentierad småbolagspremie utifrån olika storlekar på svenska elnätsföretag som motiverar en småbolagspremie, utan det faktum att jämförelsebolagen är så mycket större än samtliga svenska elnätsföretag. Större bolag har andra förutsättningar för verksamheten i fråga om bl.a. risker, organisation och finansiering. Större bolag har även en säkrare position och aktiemarknaden värderar generellt mindre bolag till högre risk.

I förhållande till jämförelsebolagen, vars aktier är börsnoterade och där en ägare snabbt och enkelt kan avyttra sina aktier, är det inte "tämmligen lätt" för en ägare av ett svenskt elnätsföretag att avyttra sitt innehav. En sådan avyttring kräver en lång och kostsam process. Ägande av svenska elnätsföretag kan i detta sammanhang långt ifrån jämföras med aktieinnehav i noterade europeiska transmissionsbolag.

Det ska framhållas att även om det inte skulle föreligga någon skillnad mellan jämförelsebolagen och elnätsföretagen – vilket det gör – kan en särskild riskpremie motiveras utifrån andra risker på den svenska elnätsmarknaden, bl.a. regulatoriska risker.

Elnätsföretag i Sverige är föremål för en särskild reglermässig risk som inte beaktats i Energimarknadsinspektionens WACC-beräkning eller i CAPM. Den reglering som ligger till grund för företagens verksamhet är och har under lång tid varit mycket instabil och har ändrats åtskilliga gånger. De många reglermässiga förändringar som förekommit i Sverige sedan mitten av 1990-talet har skapat osäkerhet både för elnätsföretagen själva och för investerare i verksamheterna. Den regulatoriska ryckigheten har stor inverkan på investeringsklimatet i Sverige och på elnätsföretagens villkor för sin verksamhet. Energimarknadsinspektionen har själva i en rapport från 2014 uttalat att metodbyten får anses ingå i den regulatoriska risk som avses att täckas av risktillägg i kalkylräntan när företagens avkastning beräknas.

Även avbrottsersättningen utgör en betydande ekonomisk risk för de svenska elnätsföretagen. Det ska noteras att jämförelsebolagen, som samtliga är stamnätsbolag, inte riskerar att drabbas av avbrottsersättning på motsvarande sätt som gäller för Svenska Kraftnät.

### **Kreditriskpremie**

Kreditriskpremien motsvarar den ersättning en långivare kräver utöver den riskfria räntan för att låna ut kapital. Kreditriskpremien ska enligt WACC-metoden fastställas utifrån investeringarnas livslängd. Ju längre löptid en kredit har desto högre är vanligtvis kreditriskpremien. Energimarknadsinspektionen anser att det handlar om att försöka hitta rätt värde för de löptider som företagen faktiskt finansierar sig på. Detta är felaktigt. Vid beräkning enligt WACC ska kapitalkostnaden för hela investeringens

livslängd beräknas. Det spelar ingen roll om företag väljer en annan löptid på finansieringen än en som motsvarar hela investeringens livslängd. Dessa företag väljer nämligen, genom att finansiera sig på kortare löptider, att själva ta den refinansieringsrisk som kortare finansieringar innebär.

Kammarrätten fastställde för tillsynsperioden 2012–2015 kreditriskpremien till 1,83 procent utifrån ett långsiktigt perspektiv. För nu aktuell tillsynsperiod har Energimarknadsinspektionen fastställt kreditriskpremien till 1,73 procent. Någon omständighet som väsentligt förändrar marknadsförutsättningarna avseende kreditriskpremien har inte inträffat sedan kammarrättens domar. Energimarknadsinspektionens motiv till att sänka premien synes inte baseras på något annat skäl än att Energimarknadsinspektionen nu beräknar WACC utifrån statsobligationer med löptider om enbart tio år samt utifrån ett fyraårigt perspektiv. Ernst & Youngs metod för att beräkna kreditriskpremien är i och för sig transparent, förutsebar och repetitiv, men den tar inte hänsyn till att investeringarnas livslängd är längre än så. Den klart högre kostnaden för lånat kapital med en finansiering på 30 år i stället för 10 år kompenseras dock genom löptidspremien på den riskfria räntan. Ernst & Youngs beräkning innehåller dessutom ett räknefel. Vid en korrekt beräkning uppgår kreditriskpremien till 1,8 procent. Under förutsättning att en löptidspremie tillämpas avseende den riskfria räntan bör kreditriskpremien därför fastställas till 1,8 procent.

### **Inflation**

Om en prognos för inflationen ska tillämpas bör prognosen utgå från samma tidsperspektiv som för riskfri ränta, dvs. en nioårig prognos. Vid omräkning till en real kalkylränta ska alltså samma inflationsförväntan användas som Konjunkturinstitutet använt vid sin bedömning av den riskfria räntan. Inflationsförväntan ska därför fastställas till 2,02 procent för nu aktuell tillsynsperiod.



**A1 Advokater och Vattenfall**

Elnätsföretagen åberopar reservationsvis allt som anförts av de elnätsföretag som företräds av A1 Advokater (förvaltningsrättens mål nr 4711-15 m.fl.) och av Vattenfall m.fl. (förvaltningsrättens mål nr 4712-15 m.fl.).

**VAD ENERGIMARKNADSINSPEKTIONEN ANFÖRT****Långsiktighet**

Den beslutade kalkylräntan ger elnätsföretagen en rimlig avkastning samtidigt som den av elnätsföretagen yrkade kalkylräntan inte är rimlig för tillsynsperioden. Skillnaden i totala intäktsramar för samtliga elnätsföretag vid en användning av den beslutade kalkylräntan och den av elnätsföretagen högsta yrkade kalkylräntan uppgår till 10 833 810 903 kr, eller mer än 2 000 kr per kund.

Energimarknadsinspektionen har inte frångått kammarrättens övergripande bedömning om att ett långsiktigt tidsperspektiv ska användas vid fastställandet av kalkylräntan. Det tidsperspektiv som Energimarknadsinspektionen använt är långsiktigt i finansiella sammanhang. Långsiktigheten ligger i den underliggande tillgångens löptid. Om kalkylräntan inte bestäms utifrån en bedömning för tillsynsperioden innebär det att den inte kommer att spegla de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven. Resultatet är att den avkastning som erbjuds inom elnätssektorn i de flesta fall kommer att gå i otakt med ekonomin i övrigt. För att säkerställa att ägarna inte blir systematiskt överkompenserade på kundernas bekostnad är det nödvändigt med vissa fluktuationer av kalkylräntan mellan tillsynsperioder beroende på ränteläget.

Det är viktigt att domstolen gör en fullständig bedömning av vilken metod som ger det mest rimliga resultatet, även om denna metod för den nu aktuella tillsynsperioden ger ett värde på kalkylräntan som är lägre än den av Energimarknadsinspektionen fastställda och därför, av processuella skäl, inte kan användas.

### **Kapitalstruktur och jämförelsebolag**

Vilka jämförelsebolag som används i kalkylränteberäkningen är av avgörande betydelse vid bedömningen av flera parametrar, främst skuldandelen men även betavärdet och den särskilda riskpremien. Det är därför absolut nödvändigt att veta vilka jämförelsebolagen är för att kunna göra en kalkylränteberäkning. Energimarknadsinspektionen vidhåller att de av myndigheten använda jämförelsebolagen är de bästa tillgängliga och att de också är tillräckligt lika svenska elnätsföretag för att användas som jämförelsebolag. Elnätsföretagen har inte heller presenterat något förslag på andra, mer representativa jämförelsebolag.

Elnätsföretagen gör gällande att Energimarknadsinspektionens utredning är bristfällig och att skuldandelen som kammarrätten tillämpade för perioden 2012–2015 ska användas även nu. Detta är märkligt. Den utredning som låg till grund för de då valda jämförelsebolagen var inte bättre än Energimarknadsinspektionens nuvarande utredning. Det är dessutom inte möjligt att utgå från samma jämförelsebolag som kammarrätten gjorde för perioden 2012–2015, eftersom den bedömningen grundade sig på ett snitt av olika bedömningar med olika delvis överlappande jämförelsebolag. Det har alltså funnit mycket goda skäl att inte utgå från kammarrättens metod eller från den skuldandel som kammarrätten fastställde för tillsynsperioden 2012–2015. Det har inte ens varit möjligt för Energimarknadsinspektionen att repetera kammarrättens metod.

Den främsta skillnaden mellan de jämförelsebolag som fanns i underlaget för perioden 2012–2015 och de jämförelsebolag som Energimarknadsinspektionen nu har använt är att det tidigare underlaget även innefattade konkurrensutsatt verksamhet. Det är uppenbart att det inte är mer korrekt att använda jämförelsebolag som verkar på en konkurrensutsatt marknad. Fyra av de bolag som Energimarknadsinspektionen nu har använt fanns dessutom med även tidigare. Om Energimarknadsinspektionens utredning skulle anses bristfällig åtgärdas det knappast genom att använda sämre jämförelsebolag grundat på en sämre utredning. Inte heller åtgärdas det genom att använda samma parametervärde som tidigare utan någon förnyad beräkning. Bedömningen blir inte heller mer korrekt enbart genom att lägga till fler, men sämre, jämförelsebolag. Det viktiga med jämförelsebolagen är inte att de är många, utan att de representerar ungefär samma typ av verksamhet och övergripande verksamhetskontext. Det är t.ex. viktigt att undvika att jämföra icke konkurrensutsatta bolag med konkurrensutsatta eftersom det skulle ge felaktiga värden. På liknande sätt är det viktigt att undvika att jämförelse sker mellan exempelvis amerikanska bolag och europeiska bolag eftersom den kontext de olika bolagen verkar i skiljer sig åt.

Elnätsföretagen menar att de av Energimarknadsinspektionen använda jämförelsebolagen är mycket olika de svenska elnätsföretagen och att den lagstiftning och reglering som de verkar under inte är utredd. Vilka dessa väsentliga skillnader skulle vara är dock inte tydligt. Jämförelsebolagen utgörs av europeiska bolag verksamma inom överföring av el. Bolagen möter därmed samma övergripande regelramverk som de svenska elnätsföretagen och bolagen har ingått som jämförelsebolag även tidigare. Jämförelsebolagens huvudsakliga affärsverksamhet är densamma som de svenska elnätsföretagens, dvs. överföring av el. Verksamheten är kapitalintensiv precis som för svenska elnätsföretag. Jämförelsebolagens intäkter är till dominerande del föremål för offentlig reglering. Verksamhetens egen-

skap av naturligt monopol i kombination med reglerade intäkter innebär en mycket låg affärsrisk i likhet med situationen för svenska elnätsföretag.

Elnätsföretagen menar att det är ett problem att jämförelsebolagen är större och har en högre omsättning än svenska elnätsföretag. Detta är dock naturligt i och med att det är börsnoterade bolag som utgör jämförelsebolag. Även flera av de jämförelsebolag som har använts i tidigare konsultstudier, inför tillsynsperioden 2012–2015, var betydligt större än många svenska elnätsföretag.

### **Riskfri ränta**

Energimarknadsinspektionen vidhåller att den riskfria räntan bör baseras på Konjunkturinstitutets prognos över 10-åriga svenska statsobligationer under tillsynsperioden. Eftersom avsikten med regleringen är att söka efterlikna ett konkurrenstryck som inte finns på elnätsmarknaden är det fullt rimligt att utgå från vedertagen marknadspraxis för fastställande av den riskfria räntan, vilket är att använda 10-åriga statsobligationer som underliggande tillgång. Att använda ett 10-årigt perspektiv är också rimligt utifrån den finansiella verklighet som elnätsföretagen verkar i. Det finns för de flesta infrastrukturinvesteringar en skillnad mellan tillgångens livslängd och tidshorisonten för finansieringen. En vanlig löptid och ibland även räntebindningstid för infrastrukturinvesteringar är fem till tio år. Kalkylräntan ska motsvara den avkastning som ett företag behöver för att klara långivares räntekrav och ägares avkastningskrav. Energimarknadsinspektionen delar därför inte elnätsföretagens uppfattning att finansieringshorisonten är irrelevant.

Energimarknadsinspektionen anser att 10-åriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget för att skatta den riskfria räntan. 30-åriga statsobligationer har låg likviditet på grund av bristande handelsvolym. Endast den omständigheten att Finansinspektionen har uttalat att obliga-

tionen är likvid och kan användas i ett sammanhang innebär inte att den är lämplig att använda i andra sammanhang. Det finns uppenbara svårigheter att använda en obligation som, i vart fall periodvis, har bristande likviditet. Det finns bara en enda svensk 30-årig statsobligation och den löper ut år 2039. Dessa förhållanden innebär i sig att obligationen är olämplig att använda i en reglering som ska vara tydlig, transparent, repetitiv och gälla under en lång tid. Slutsatsen är att det inte finns kontinuerlig representativ data för längre löptider än tio år.

Skillnaden mellan den av Energimarknadsinspektionen förespråkade metoden och den som förvaltningsrätten använde i naturgasmålen är endast vilken tidsperiod prognosen avser. Energimarknadsinspektionen anser att det saknas skäl att skatta den riskfria räntan för någon annan period än tillsynsperioden. Kalkylränteberäkningen bör i största möjliga utsträckning ske på det sätt som är vedertaget vid icke-regulatoriska förhållanden, eftersom regleringen syftar till att efterlikna icke-regulatoriska förhållanden. Regleringen ska försöka efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. Investerare fattar sina beslut baserat på gällande marknadsinformation och en jämförelse av olika investeringsalternativ vid investeringstillfället. Enligt ekonomisk teori är det den WACC-beräkning som gäller vid investeringsbeslutet som investeraren förväntas basera sitt beslut på. Detta gäller både vid lång- och kortsiktiga investeringar. Eftersom den aktuella kalkylräntan ska gälla under en fyra-årsperiod finns det dock skäl att göra en skattning för hela den perioden. Endast om kalkylräntan skulle bestämmas för en längre period skulle det vara relevant att göra skattningen av den riskfria räntan för en längre period. Det finns i det hänseendet inte något vägande skäl att göra ytterligare avsteg från hur WACC brukar beräknas, dvs. från vad som är vedertaget.

Det stämmer inte att lagstiftning och förarbeten ställer krav på att den riskfria räntan ska vara stabil och förutsägbar på det sätt som elnätsföretagen hävdar. Det finns endast generella uttalanden som avser att hela regleringen av elnätsföretagens intäkter och avgifter ska vara förutsägbar. Detta är inte samma sak som att den riskfria räntan i en WACC-beräkning ska vara baserad på långsiktiga scenarier som går långt utanför tillsynsperioden. Historiskt har den riskfria räntan i elnätsregleringen inte heller bedömts utifrån någon annan period än den vid var tid aktuella reglerperioden.

Förvaltningsrätten framhåller i naturgasmålen att syftet med att använda en prognos som är längre än fyra år är att undvika att alltför kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort genomslag. Det är dock svårt att prognosticera framtida konjunkturförändringar och de flesta prognoser innehåller heller inga antaganden om konjunkturförändringar. Detta gäller till exempel Konjunkturinstitutets prognoser på medellång och lång sikt. Konjunkturinstitutets nioåriga "prognos" är i själva verket ett scenario. Det är centralt att inte sammanblanda ett scenario med en prognos. Konjunkturinstitutets bedömning av utvecklingen gällande de kommande två åren är en prognos, medan beskrivningen av utvecklingen därefter är ett scenario. Bedömningen i scenariot är mer osäker än prognosen för de närmaste två åren. Det beror bland annat på att oväntade händelser som påverkar ekonomin kan inträffa både i Sverige och utomlands, men också på att scenariot baseras på ett antal centrala och förenklade antaganden. Dessa antaganden konstrueras normalt så att räntor och andra variabler i ekonomin under en period på tio år går från det faktiska utgångsläget till ett värde som utifrån teoretiskt grundande empiriska modeller uppskattats vara ett jämviktsläge. Det är redan av denna anledning orimligt att använda scenarier som om de vore prognoser och lägga dem till grund för beräkning av rimlig avkastning i elnätsverksamhet. Konjunkturinstitutets långsiktiga prognoser är inte heller avsedda att användas för annat än som bas för diskussioner om alternativa antaganden.

Vissa av de antaganden Konjunkturinstitutet använder är dessutom för högt skattade jämfört med det historiska utfallet. Konjunkturinstitutet antar att BNP-gapet går mot noll, samtidigt som det ända sedan 1980-talet varit cirka minus en procent. Konjunkturinstitutet antar vidare att inflationsmålet ska uppnås och i genomsnitt uppgå till 2,0 procent, trots att inflationen i genomsnitt uppgått till ca 1,5 procent sedan inflationsmålet infördes. Detta innebär att en användning av Konjunkturinstitutets nioåriga scenario, förutom det orimliga i att använda jämviktsvärden, även kan antas leda till en överskattning av den riskfria räntan för den aktuella tillsynsperioden. Ernst & Young har gjort en genomgång av hur Konjunkturinstitutets prognoser och scenarier historiskt förhållit sig till det faktiska utfallet. Denna visar att redan en användning av Konjunkturinstitutets prognoser och scenarier för tillsynsperioden (dvs. Energimarknadsinspektionens metod) kan antas vara en i förhållande till elnätsföretagen generös metod för skattning av den riskfria räntan. Ett annat problem med att använda prognoser för nio år är att olika prognoser hela tiden kommer att överlappa flera tillsynsperioder. Eftersom det då skulle finnas två olika prognoser som gäller för delvis samma framtida period kan det skapa utmaningar vad gäller vilken av de två prognoserna som anses mest rätt.

Om det anses nödvändigt att ha ett annat tidsperspektiv än tillsynsperioden för att undvika kortsiktiga konjunkturförändringar – vilket Energimarknadsinspektionen inte anser att det är – är ett alternativ att i viss utsträckning använda historiska data. En möjlig metod skulle kunna vara en kombination av Konjunkturinstitutets prognoser för 10-åriga statsobligationer för tillsynsperioden och det verkliga utfallet för den föregående tillsynsperioden, dvs. en period om åtta år. Ett annat alternativ är att, liksom Post- och telestyrelsen, använda sig av ett rullande historiskt sjuårsgenomsnitt av räntan på 10-åriga statsobligationer vid skattning av den riskfria räntan. Energimarknadsinspektionen förespråkar dock den blandade metoden, eftersom den tar större hänsyn till den verklighet som elnätsföretagen befinner sig i

under den reglerade perioden. Ytterligare en fördel med en sådan ansats är att tillsynsperiodens prognos uppdateras med faktiska siffror för den perioden i nästa tillsynsperiod. På det sättet får man både en riskfri ränta som spänner över flera år samtidigt som prognososäkerheten minskas. Detta är ett säkrare och bättre tillvägagångssätt än en användning av Konjunkturinstitutets nioåriga scenario. Användningen av historiskt utfall vid skattningen av olika parametrar innebär inte att kalkylräntan inte skulle vara framåtblickande såsom elnätsföretagen påstår. I praktiken används historiskt utfall vid skattningen av flera parametrar, t.ex. kreditriskpremien och betavärdet, vilket också är vedertaget.

Elnätsföretagen anför att löptiden ska motsvara investeringshorisonten och kräver mot den bakgrunden en löptidspremie. Löptidspremie är inte detsamma som löptidsdifferens. Löptidsdifferensen är skillnaden mellan en lång ränta och dagens korta ränta. Löptidspremien innebär en kompensation för en risk som investerare kan förknippa med en längre löptid. Riksgälden har mätt löptidspremiernas storlek enligt de tre sätt den kan definieras på i samband med förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning år 2016–2019. Riksgälden kom fram till att för samtliga metoder och perioden 1995–2015 indikerar resultaten att löptidspremier har fallit över tiden för att nu ligga nära eller något under noll. Detta betyder inte att löptidspremierna alltid kommer att vara låga eller negativa, men att de kan förväntas vara det under en överskådlig framtid.

När löptidspremien är noll är det enda som räntedifferensen mellan en lång och kort obligation säger att det finns förväntningar om högre räntor någon gång i framtiden. Detta är naturligt i ett läge med låga, i vissa fall negativa, räntor. Däremot finns det inte någon teoretisk eller praktisk grund för att kompensera en aktör i förtid för förväntningar om framtida räntor. Eftersom kalkylräntan fastställs för vart fjärde år säkerställs också att upp- och nergångar i det allmänna ränteläget beaktas för den tidsperiod då det är



relevant. Det är orimligt att i förtid använda en eventuell och inte säkerställd framtida högre räntenivå vid beräkning av kalkylräntan. Det skulle leda till högre avkastning än någon annan marknadsaktör har möjlighet att få i dagens ränteläge.

Det finns således stora svårigheter med att fastställa en löptidspremie. Energimarknadsinspektionen delar elnätsföretagens uppfattning att det är viktigt att en tydlig, transparent och repetitiv tillämpning av regleringen fastställs. Den metod som elnätsföretagen förespråkar är dock varken tydlig eller repetitiv. Elnätsföretagen föreslår ett intervall baserat på olika utredningar som utgått från delvis olika underlag och från olika perioder. Detta är svårt att upprepa. Det kan vidare ifrågasättas om det överhuvudtaget kan bli aktuellt med en löptidspremie om den riskfria räntan skattas på det sätt som elnätsföretagen förespråkar. Om samma tidsperspektiv används som i naturgasmålen, innebär det i praktiken att den riskfria räntan i regleringen alltid kommer att röra sig mot det så kallade jämviktsläget. Detta följer av de förenklade antaganden som ligger till grund för Konjunkturinstitutets scenario. Detta innebär att elnätsföretagen skulle vara tillförsäkrade en riskfri ränta nära jämvikten. Under dessa förhållanden finns knappast de risker som kan motivera en löptidspremie.

### **Marknadsriskpremie**

Marknadsriskpremien bestäms av skillnaden mellan förväntad avkastning på aktiemarknaden och riskfri ränta. Det finns därför ett direkt samband och detta samband måste beaktas. För en given avkastning på aktiemarknaden gäller att en justering av den riskfria räntan innebär att även marknadsriskpremien måste justeras. Detta skulle innebära att en justering av den riskfria räntan till 3,69 procent, i enlighet med förvaltningsrättens bedömning i naturgasmålen, medför att marknadsriskpremien ska justeras till  $(8,60 - 3,69 =) 4,91$  procent, vilket ger en kalkylränta om 5,13 procent. Energi-

marknadsinspektionen påstår inte att marknadens förväntade avkastning alltid är given och inte kan ändras. Energimarknadsinspektionen vill med beräkningen endast påvisa att en ändring av den riskfria räntan med nödvändighet medför att även marknadsriskpremien ska ändras.

Det är viktigt att metoderna för att fastställa de olika parametrarna är transparenta och repetitiva, vilket Energimarknadsinspektionens metod för att fastställa marknadsriskpremien är. Metoden utgår från ett historiskt snitt för tre år och är lämplig om den riskfria räntan fastställs för den fyraåriga tillsynsperioden. Den förhållandevis höga marknadsriskpremien i Energimarknadsinspektionens beslut har ett tydligt samband med att den riskfria räntan har varit låg under motsvarande period. Det skulle därför vara direkt felaktigt att använda samma marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån ett snitt för en betydligt längre framåtblickande period, där det antas att den riskfria räntan ökar stadigt och går mot ett jämviktsläge.

Elnätsföretagens förslag om att istället använda ett genomsnitt av uppskattad marknadsriskpremie för en nioårsperiod har väsentliga nackdelar. Det främsta problemet är att ingen kan veta vad marknadsriskpremien kommer att vara under de nio år som elnätsföretagen utgår från, eftersom ingen vet om marknadsläget kommer att vara "normalt" under åren 2019–2024.

Frågan om bedömningen av marknadsriskpremien visar på svårigheterna med att i WACC-beräkningen skatta den riskfria räntan för en mycket lång tidsperiod. WACC beräknas normalt för ett nuläge, dvs. vid en viss tidpunkt, oavsett investeringarnas livslängd. Ju större avsteg som görs från det vedertagna sättet att beräkna WACC desto större blir problemen.

**Särskild riskpremie**

Utgångspunkten är att normala och vanliga risker i den aktuella typen av verksamhet redan ersätts genom marknadsriskpremien och betavärdet. Om ett tillägg ska göras genom en särskild riskpremie bör det därför krävas att det tydligt går att identifiera de risker som inte redan ersätts och som då ska ersättas särskilt. Den särskilda riskpremien är tillgångsspecifik och ska fastställas i relation till jämförelsebolagen. Skillnader mellan jämförelsebolagen och de reglerade bolagen motiverar en särskild riskpremie endast om de reglerade bolagen uppvisar högre risker än jämförelsebolagen. Energimarknadsinspektionen vidhåller att det inte finns några särskilda risker i elnätsföretagens verksamhet som motiverar en särskild riskpremie.

Om en särskild riskpremie ska utgå ska den avse icke-systematiska risker som inte kan diversifieras bort. Det kan vara svårt att avgöra vad som är en systematisk respektive en icke-systematisk risk. Redan det förhållandet att en hel bransch med ett stort antal företag vill ha ersättning för samma risker talar dock för att det inte handlar om sådana företagsspecifika risker som den särskilda riskpremien normalt avser. Det skulle dessutom vara orimligt att ge hela den svenska elnätsbranschen extra avkastning för att något enstaka företag möjligen har t.ex. en kundrelaterad risk. Den absoluta majoriteten av svenska elnätsföretag har inte ett sådant beroende av en specifik kund som elnätsföretagen hävdar.

Elnätsföretagen pekar särskilt på att Energimarknadsinspektionen tidigare, före år 2012, tillämpade en särskild riskpremie i regleringen av nätavgifter och att den då uppgick till 1,0 procent. Det finns dock många skillnader mellan den nuvarande förhandsregleringen och den tidigare efterhandsregleringen. Om en jämförelse ändå ska göras ska den utgå från de argument som då angavs för att tillämpa en särskild riskpremie. De enda faktorer som

då nämndes var småbolagseffekt och tillgångars likviditet. Dessa risker är dock irrelevanta för svensk nätverksamhet, vilket redogörs för i det följande.

För tillsynsperioden 2012–2015 beslutade kammarrätten att en särskild riskpremie om 1,0 procent skulle användas. Kammarrätten motiverade detta med ”framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer”. Någon genomgång av vilka risker som enligt kammarrätten behövde ersättas genom en särskild riskpremie gjordes inte. Energi-marknadsinspektionen menar att en sådan genomgång är nödvändig för att säkerställa att företagen inte blir överkompenserade på kundernas bekostnad.

Det är viktigt att uppmärksamma att resonemanget om den särskilda riskpremien är beroende av vilka jämförelsebolag som används. I förhållande till jämförelsebolag med konkurrensutsatt verksamhet, såsom det urval som låg till grund för kammarrättens bedömning för perioden 2012–2015, är riskerna betydligt lägre i svensk elnätverksamhet. Argumenten mot en särskild riskpremie gör sig då gällande med än mer styrka.

Elnätsföretagen nämner särskilt att jämförelsebolagen är betydligt större än svenska elnätsföretag och att detta motiverar en s.k. småbolagspremie. Småbolagsrisken var också en faktor som användes för att motivera den särskilda riskpremien i den tidigare efterhandsregleringen. För att en småbolagspremie ska vara motiverad krävs dock att det finns en storleksrelaterad risk i verksamheten. Småbolagspremier är till för att kompensera för att mindre verksamheter ofta är känsliga och utsatta för exempelvis varierande intäkter. Denna risk finns inte för svenska elnätsföretag, eftersom de har en garanterad intäktsram.

Svenska elnätsföretag är monopol och verkar inte på en konkurrensutsatt marknad. Dessutom har de garanterade intäktsramar. Elnätsföretagen är

därför inte heller utsatta för den så kallade illikviditetsrisken som ibland nämns som ett exempel på en risk som kan motivera en särskild riskpremie. Illikviditetsrisken handlar ofta om att det för små onoterade bolag kan ta tid att avyttra en ägarandel till ett bra pris, vilket påverkar både ägaren och bolaget. Enbart förhållandet att det tar längre tid att avyttra aktier motiverar dock inte en särskild riskpremie. Fler faktorer måste beaktas och vägas samman. Frågan om en illikviditetspremie är motiverad och hur stor den ska vara är inte enbart beroende av likviditeten i tillgången, utan också av investerarna och deras riskpreferenser. Att vara ägare i ett litet onoterat bolag innebär mer kontroll över bolaget, vilket har en motverkande positiv effekt. Det kan på goda grunder ifrågasättas om ägarna till svensk elnätsverksamhet värdesätter att snabbt kunna avyttra sitt innehav. I dagsläget finns det inte heller något som tyder på att det skulle vara svårt eller ta särskilt lång tid att sälja en ägarandel till bra pris på den svenska elnätmarknaden.

Elnätsföretagen har också pekat på risken för ändringar i regleringen och då särskilt på ändringar av den reglerade avkastningen. Alla verksamheter har ett omfattande regelverk att förhålla sig till. Regelförändringar som berör företag sker ständigt. Även jämförelsebolagen är utsatta för risken att regleringen kan ändras. För jämförelsebolagen gäller dessutom samma grund för regleringen, bl.a. elmarknadsdirektivet. Energimarknadsinspektionen vill framhålla att elnätsföretagen, till skillnad från de flesta andra företag, är garanterade en rimlig avkastning. Det är självklart osäkert exakt vad den reglerade rimliga avkastningen kommer att vara i framtiden. Denna osäkerhet gäller dock för alla verksamheter. Det skulle dessutom vara direkt oskäligt att ge elnätsföretagen ett extra tillägg på avkastningen med hänvisning till bytet från real annuitetsmetod till real linjär metod. Dessa ändringar syftade till att elnätsföretagen inte längre ska kunna få en orimligt hög avkastning på kundernas bekostnad och kan inte rimligen motivera en särskild riskpremie. Ett sådant resonemang skulle innebära att

en tidigare överkompensation alltid styr kommande beslut, vilket skulle få till följd att överkompensation i någon mån alltid skulle bestå.

Elnätsföretagen nämner vidare att nya regelverk kan leda till omfattande kostnadsökningar. Regleringen ger dock företagen rätt till skälig kostnads-  
täckning. Till skillnad från konkurrensutsatt verksamhet utgör kostnads-  
ökningar således inte någon risk, så länge de är skäliga. Kostnadsökningar  
ska alltså inte beaktas inom ramen för en rimlig avkastning.

Risken att kunder försvinner är en risk för nästan alla verksamheter, dock  
inte för svenska elnätsföretag. Elnätsföretagen har nämligen en reglerad  
intäkt som är oberoende av om de förlorar kunder. Om kunder flyttar får  
elnätsföretagen ta ut samma totala intäkter från återstående kunder. Inte ens  
kundbortfall är alltså en risk för svenska elnätsföretag.

### **Kreditriskpremie**

Ernst & Young har kontrollerat sin beräkning av kreditriskpremien och  
konstaterat att ett fel har begåtts. Energimarknadsinspektionen medger  
därför att kreditriskpremien korrigeras och fastställs till 1,8 procent. Detta  
innebär att den reala kalkylräntan före skatt ska ändras till 4,56 procent.

### **SKÄLEN FÖR AVGÖRANDET**

#### **Utgångspunkter för förvaltningsrättens prövning**

Enligt 5 kap. 6 § ellagen ska intäktsramen ge en rimlig avkastning på det  
kapital som krävs för att bedriva nätverksamheten (kapitalbas). En rimlig  
avkastning motsvarar den avkastning som fordras för att kunna attrahera  
kapital för investeringar i konkurrens med alternativa placeringar med  
motsvarande risk. Vid bedömningen av vad som ska avses med likartad

risknivå bör beaktas att elnätsföretagen bedriver en verksamhet där anslutningsskyldighet råder, men också en monopolverksamhet där kostnaderna i huvudsak får föras vidare till kunderna, vilket innebär en förhållandevis låg investeringsrisk (prop. 2008/09:141 s.102).

I förarbetena anges att en rimlig avkastning måste beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder (prop. 2008/09:141 s. 79). Energimarknadsinspektionen har valt att använda den s.k. WACC-metoden (Weighted Average Cost of Capital) för att bestämma en rimlig avkastning i nätverksamheten. WACC är en vedertagen ekonomisk metod.

I WACC-metoden ställs aktieägarnas och långivarnas avkastningskrav i relation till deras respektive andel av det totala kapitalet. Storleken på kalkylräntan beror således på ägarnas och långivarnas avkastningskrav samt företagets kapitalstruktur. Det avkastningskrav som ägarna ställer motsvarar den kompensation som de vill ha för att investera kapital. Detta kan beräknas med den s.k. CAPM-metoden (Capital Asset Pricing Model). Avkastningskravet för lånat kapital utgörs av den ränta som långivarna kräver för att låna ut pengar till företaget.

Vid beräkningen av intäktsramen används en real kalkylränta före skatt. Eftersom de beräkningar som görs med WACC-metoden ger en nominell ränta efter skatt, måste kalkylräntan dessutom räknas om. Vid beräkning enligt WACC-metoden prövas en rad olika parametrar såsom kapitalstruktur, riskfri ränta, marknadsriskpremie, betavärde, särskild riskpremie, kreditriskpremie och inflation. När det gäller att bestämma värdet på dessa olika parametrar kan olika beräkningsmetoder användas. Vidare kan bedömningen göras med olika utgångspunkter, t.ex. vilket tidsperspektiv som kalkylräntan ska avse. De metoder och utgångspunkter som väljs för att bestämma värdet på parametrarna är av avgörande betydelse för vilket slutligt värde som fastställs för kalkylräntan.

Elnätsföretagen har inte något att invända mot att WACC-metoden används för att beräkna en rimlig avkastning. Däremot anser elnätsföretagen att de olika parametrarna ska värderas på ett annat sätt än vad Energimarknadsinspektionen har gjort i besluten om intäktsram, vilket också innebär att det slutliga värdet på kalkylräntan ska höjas.

Förvaltningsrätten har alltså att med tillämpning av WACC-metoden pröva vilken kalkylränta som ska gälla för elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2016–2019. Som kammarrätten uttalade i sina domar avseende tillsynsperioden 2012–2015 är förvaltningsrätten vid prövningen inte bunden av de parametervärden Energimarknadsinspektionen använt.

### **Lågsiktighet**

Avsikten med förhandsregleringen är att skapa en ökad förutsägbarhet för elnätsföretagen och dess kunder (prop. 2008/09:141 s. 31). Regleringen syftar till att elnätsföretagens verksamhet ska bedrivas effektivt till låga kostnader och säkerställa att kunden får betala ett skäligt pris för nättjänsten. Vidare ska regleringen bidra till att ge kunderna en långsiktig leveranssäkerhet, att trygga den svenska elförsörjningen och att elnätsföretagen ska få stabila och långsiktiga villkor för sin nätverksamhet. Ytterligare ett viktigt mål med regleringen är att den ska understödja utvecklingen av en väl fungerande elmarknad (prop. 2008/09:141 s. 58). De tariffer eller modeller som fastställs i förväg ska utformas så att nödvändiga investeringar i näten kan göras på ett sätt som gör det möjligt att säkra nätens funktion (Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/72/EG artikel 37.6.a).

Förvaltningsrätten meddelade i december 2013 domar i ett stort antal mål om fastställande av intäktsram för elnätsföretag för tillsynsperioden 2012–2015. Sedan domarna överklagats meddelade Kammarrätten i Jönköping



den 10 november 2014 dom i tre s.k. pilotmål (mål nr 61-14, 101-14 och 129-14). Kammarrätten konstaterade i sina domar att frågan om vilket tidsperspektiv som anläggs har stor betydelse för nivån på den slutliga kalkylräntan. Kammarrätten uttalade att en investering i elnät har en mycket lång investeringshorisont, vilket kräver att nivån på avkastningen kan bedömas på längre sikt med viss förutsägbarhet. Kammarrätten ansåg att utredningen i målen gav stöd för att en stabil kalkylränta skulle ha positiv effekt på elnätsföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs och att intäktsramen, med ett kortsiktigt perspektiv, kan komma att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna. Kammarrätten kom fram till att det för tillsynsperioden var rimligt och i överensstämmelse med förhandsregleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Energi marknadsinspektionen överklagade kammarrättens avgöranden till Högsta förvaltningsdomstolen, som den 23 mars 2015 beslutade att inte meddela prövningstillstånd. Kammarrättens avgöranden stod därmed fast.

Förvaltningsrätten anser att kammarrättens avgöranden för tillsynsperioden 2012–2015 är vägledande vid bedömningen av intäktsramar även för denna tillsynsperiod. Detta gäller framförallt kammarrättens uttalande om att ett långsiktigt perspektiv ska användas vid fastställande av parametrarna i kalkylränteberäkningen. Detta är ett sådant principiellt uttalande som har bäring även för den tillsynsperiod som nu prövas. När det gäller bedömningen av värdet på de olika parametrarna behöver kammarrättens avgörande däremot inte vara direkt tillämpligt. Domstolarna har vid sin prövning att utgå från parternas argumentation och den bevisning som parterna åberopar. Om parterna nu presenterar ett bättre underlag än det som fanns vid kammarrättens prövning, kan det finnas anledning att frånga kammarrättens bedömning.

Efter kammarrättens avgöranden har förvaltningsrätten i februari 2016 prövat frågan om intäktsramar på naturgasområdet för tillsynsperioden 2015–2018 (mål nr 8016-14, 8020-14, 8021-14 och 8124-14). Intäktsregleringen för elnät och gasnät är i stort sett identisk och det har från lagstiftaren framhållits att det är angeläget att tillsynen av energimarknaden i landet bedrivs på ett likartat sätt, oavsett energislag (prop. 2012/13:85 s. 30). Förvaltningsrätten anlade därför även i naturgasmålen ett långsiktigt perspektiv vid beräkningen av de olika parametrarna i WACC-modellen. För att uppnå det långsiktiga perspektivet och för att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får ett för stort utslag på kalkylräntan, valde förvaltningsrätten att vid bedömningen av den riskfria räntan utgå från Konjunkturinstitutets nioåriga prognos över den tioåriga statsobligationsräntan. Domarna har överklagats till Kammarrätten i Jönköping, som ännu inte avgjort målen.

Både kammarrätten och förvaltningsrätten har således i tidigare avgöranden ansett att det, mot bakgrund av syftet med förhandsregleringen och förhållandet att investeringar i elnät respektive gasnät har en mycket lång investeringshorisont, ska anläggas ett långsiktigt perspektiv vid beräkningen av den regulatoriska kalkylräntan och fastställandet av de olika parametrarna. Det har inte framkommit något skäl att nu göra ett annat ställningstagande.

### **Kapitalstruktur och jämförelsebolag**

Ett företag finansieras dels med eget, dels med lånat kapital. Aktieägare och långivare har olika avkastningskrav på investerat kapital. För att beräkna en kalkylränta enligt WACC-metoden måste det bestämmas hur stor del av det totala kapitalet som ska finansieras med eget respektive lånade medel.

Enligt WACC-metoden är det inte företagets faktiska skuldandel som ska beaktas utan företagets optimala skuldandel. Med optimal skuldandel avses

den skuldandel som minimerar företagets WACC och som återspeglar vad ett effektivt företag bör ha för skuldandel. Energimarknadsinspektionen har fastställt skuldandelen till 52 procent.

Enligt elnätsföretagen har det inte inträffat något som medför att avsteg från kammarrättens bedömning om en skuldandel på 37 procent ska göras. Elnätsföretagen menar även att Energimarknadsinspektionen inte har gjort en sådan grundlig utredning och sådana noggranna överväganden som en ändring av en i kammarrätten fastställd princip kräver. Elnätsföretagen gör vidare gällande att det urval av jämförelsebolag som legat till grund för Energimarknadsinspektionens beslut inte är representativt. Elnätsföretagen anser bl.a. att det är för få bolag och att bolagen inte är jämförbara med svenska elnätsföretag, eftersom alla jämförelsebolag är stora europeiska stamnätsföretag som har helt andra förutsättningar för sina verksamheter än svenska elnätsföretag.

I besluten om intäktsramar för tillsynsperioden 2012–2015 fastställde Energimarknadsinspektionen skuldandelen till 50 procent utifrån bokförda värden. Kammarrätten fastslog emellertid att skuldandelen ska fastställas utifrån marknadsvärden och inte utifrån bokförda värden. Elnätsföretagen ansåg att skuldandelen skulle fastställas till 37 procent, vilket var ett genomsnitt av Energimarknadsinspektionens två konsulter rapporter. Eftersom Energimarknadsinspektionen inte hade lämnat någon utredning till varför denna nivå var orimlig, fastställde kammarrätten skuldandelen till 37 procent. Såvitt förvaltningsrätten kan utläsa av kammarrättens dom bestämde kammarrätten alltså skuldandelen mer med utgångspunkt från parternas argumentation än genom en bedömning av om jämförelsebolagen var jämförbara med de elnätsföretag som då hade överklagat Energimarknadsinspektionens beslut.

Förvaltningsrätten kan konstatera att det nu är fråga om tämligen få jämförelsebolag. Fler jämförelsebolag hade sannolikt givit ett bättre underlag. Det har dock inte framkommit omständigheter som talar för att antalet jämförelsebolag i sig skulle medföra en felaktig bedömning. Det kan vidare konstateras att de fem jämförelsebolagen skiljer sig från de svenska elnätsföretagen i fråga om bl.a. storlek och verksamhetsland. De uppvisar dock även betydande likheter. Den huvudsakliga verksamheten består av överföring av el och intäkterna är i huvudsak föremål för offentlig reglering. Monopolsituationen kombinerad med reglerade intäkter innebär vidare en låg affärsrisk. Härutöver kan noteras att fyra av bolagen också var jämförelsebolag vid den förra tillsynsperioden samt att det i den gruppen även ingick andra mycket stora bolag. Det har inte från någon av parterna lämnats förslag på andra elnätsföretag, som skulle vara mer passande som jämförelsebolag. Energimarknadsinspektionen menar att det inte är möjligt att hitta sådana bolag.

Förvaltningsrätten anser mot denna bakgrund att den utredning Energi- marknadsinspektionen har presenterat är tillräcklig för att göra en annan bedömning än den kammarrätten gjorde. Vad elnätsföretagen har anfört utgör alltså inte skäl att göra någon annan bedömning avseende kapitalstrukturen än Energimarknadsinspektionen. Skuldandelen ska därför bestämmas till 52 procent.

### **Risikfri ränta**

#### *Ett långsiktigt perspektiv*

Med riskfri ränta menas den förväntade avkastningen från investeringar som saknar risk. Det är den minsta avkastning som en investerare kan kräva. Energimarknadsinspektionen har fastställt den riskfria räntan till 2,8 procent.

Energimarknadsinspektionen har vid sin bedömning av den riskfria räntan utgått från Konjunkturinstitutets prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan under tillsynsperioden, dvs. under en fyraårsperiod. Att statsobligationer ska ligga till grund för bedömningen är numera inte ifrågasatt. I naturgasmålen, där Energimarknadsinspektionen använde samma metod som i nu aktuella mål, ansåg förvaltningsrätten emellertid att Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för den 10-åriga statsobligationsräntan skulle ligga till grund för bedömningen. Elnätsföretagen anser att denna metod ska användas även nu. Energimarknadsinspektionen anser att det inte är lämpligt, bl.a. eftersom prognosen för år tre till nio rätteligen utgör förenklade scenarier.

I detta avseende kan först noteras att kammarrätten i sina domar avseende föregående tillsynsperiod kom fram till att det var rimligt och i överensstämmelse med förhandsregleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Att anlägga ett sådant perspektiv, medför ofrånkomligen att det kan inträffa händelser och tillkomma variabler som man vid en tidigare tidpunkt hade svårt att förutse och att bedömningarna därför bygger på antaganden och kan vara osäkra.

Vidare kan noteras att Konjunkturinstitutets scenarier bl.a. utgår från att räntan rör sig mot ett jämviktsläge och att en metod som innefattar scenarier därför i dagsläget medför en kalkylränta som överstiger den gällande marknadsräntan. En sådan metod kan alltså, som Energimarknadsinspektionen anfört, antas vara generös mot elnätsföretagen. I ett annat rätteläge kan emellertid resultatet bli det motsatta. Som kammarrätten konstaterade kan en stabil kalkylränta ha positiv effekt på nätföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs. Användningen av långsiktiga prognoser och scenarier medför att kalkylräntan inte varierar alltför mycket mellan tillsynsperioderna och innebär således sådan stabilitet.

Slutligen kan konstateras att även Energimarknadsinspektionens metod för att fastställa den riskfria räntan, som sträcker sig över den fyraåriga tillsynsperioden, delvis innefattar scenarier.

För att uppnå det långsiktiga perspektiv som ska gälla vid bestämmandet av samtliga WACC-parametrar, anser förvaltningsrätten därför att den riskfria räntan i dessa mål liksom i naturgasmålen ska bedömas utifrån Konjunkturinstitutets nioåriga prognoser och scenarier. Förvaltningsrätten anser att rapporten från mars 2015 ska användas, eftersom det var den senast tillgängliga när Energimarknadsinspektionen fastställde kalkylräntan.

#### *Den underliggande tillgången*

Frågan är här efter i förhållande till vilken tillgång den riskfria räntan ska bedömas. Enligt WACC-teorin ska den riskfria räntan spegla investeringarnas tidshorisont. Löptiden på den riskfria räntan bör därför sammanfalla med investeringarnas livslängd. Detta är parterna överens om och det uttalade även kammarrätten i domarna gällande föregående tillsynsperiod. Parterna är emellertid inte ense om innebörden av begreppen investeringarnas tidshorisont och investeringarnas livslängd. Energimarknadsinspektionen anser att ett 10-årigt perspektiv ska tillämpas bl.a. eftersom det är en vanlig finansieringstid även för tillgångar som har en längre ekonomisk livslängd och tio år generellt anses vara långsiktigt i finansieringssammanhang. Elnätsföretagen anser att investeringarnas tidshorisont är 40 år eller mer och att en löptid som matchar detta bör användas.

De experter som parterna hänvisar till redovisar delvis olika uppfattningar. Ernst & Young, som baserat sin bedömning på Konjunkturinstitutets prognos för 10-åriga statsobligationer under den fyraåriga tillsynsperioden, har för att sätta sin bedömning i ett långsiktigt perspektiv jämfört bedömningen med ett 10-årigt historiskt utfall och konstaterat att deras bedömning

(2,8 procent) ligger relativt nära detta snitt (2,88 procent). Ernst & Young uppger också att användning av en 10-årig ränta är praxis bland investerare även för investeringar med längre tidshorisont än tio år samt att den riskfria räntan måste bedömas med samma utgångspunkt som marknadsriskpremierna.

Montell & Partners uppger bl.a. att investeringshorisonten inom elnätsbranschen ofta är lång, att den svenska 30-åriga statsobligationen har begränsad likviditet och att den 10-åriga statsobligationen är lämpligare ur likviditetsperspektiv samt att deras uppskattning enligt uppdraget ska baseras på 10-åriga statsobligationer.

PwC uppger bl.a. att det är vanligt att den riskfria räntan uppskattas med hjälp av en 10-årig statsobligation vid investeringar med lång löptid, att investeringar i elnätsverksamhet emellertid har en betydligt längre investeringshorisont – eftersom merparten av de underliggande tillgångarna har en livslängd om 40 år – samt att det optimala vore att skatta den riskfria räntan med hjälp av en statsobligation med motsvarande löptid. PwC:s slutsats är att en löptidspremie behövs för att kompensera för att en ränta med kortare löptid än investeringens livslängd används som underlag för att bedöma den riskfria räntan.

Navigant hänvisar till Aswath Damodaran, som uppger att investerare som köper tillgångar har förväntningar på att få en avkastning under den tidshorisont som de innehar tillgången och att tillgången för att vara riskfri måste vara fri från reinvesteringsrisk, dvs. att tillgångens avkastning inte ska baseras på reinvesteringar med okända räntesatser.

Det synes vara vedertaget av samtliga parter att investeringar i elnät har ett mycket långsiktigt perspektiv. Det kan bl.a. noteras att Energimarknadsinspektionen uppger – i fråga om den särskilda riskpremierna, som förvaltningsrätten återkommer till – att det kan ifrågasättas om ägarna till svenska

elnätsföretag värdesätter att snabbt kunna avyttra sitt innehav. Energi- marknadsinspektionen hänvisar i det sammanhanget till Ernst & Young, som bl.a. uppger att ägarna till svenska elnät i huvudsak är kommuner, stora kraftföretag med infrastruktur som kärnaffär samt långsiktiga infrastruktur- fonder.

Det framgår vidare av förordningen (2014:1064) om intäktsram för elnäts- företag att elnäten i detta sammanhang i huvudsak har en ekonomisk livslängd om 40 år.

Det anförda leder enligt förvaltningsrättens mening till slutsatsen att investerarens finansieringsperspektiv inte ska vara avgörande vid bedöm- ningen av den riskfria räntan. Att den riskfria räntan ska bedömas utifrån investeringarnas tidshorisont medför i stället att 30-åriga statsobligationer vore en bättre utgångspunkt än 10-åriga statsobligationer. Såvitt fram- kommit finns det emellertid inte några ränteprognoiser för 30-åriga stats- obligationer. Utgångspunkten vid bedömningen av den riskfria räntan måste därför ändå vara räntan för 10-åriga statsobligationer. Med tillämpning av det nioåriga perspektivet, som redogjorts för i föregående avsnitt, leder det till en riskfri ränta baserat på 10-åriga statsobligationer om 3,71 procent.

#### *Löptidsdifferens*

Frågan är slutligen om man till räntan om 3,71 procent ska addera en löptidsdifferens på det sätt som elnätsföretagen anser. På så sätt kan en prognos över en 30-årig statsobligationsränta uppskattas. Löptidsdifferensen ska alltså motsvara skillnaden i ränta mellan en 10-årig och en 30-årig statsobligation.

I naturgasmålen bedömde förvaltningsrätten att svenska 30-åriga statsobligationer inte var tillräckligt likvida för att utgöra ett lämpligt



underlag för bedömningen av riskfri ränta. Av experterna i nu aktuella mål har endast Montell & Partners uttryckt viss tveksamhet över likviditeten hos de 30-åriga statsobligationerna. Elnätsföretagen har däremot presenterat rapporter från PwC och Navigant som ger stöd för att 30-åriga statsobligationer handlas i sådan omfattning att de ska anses vara likvida. Elnätsföretagen har också åberopat en rapport från Finansinspektionen, i vilken Finansinspektionen år 2016 fann att samtliga utestående statsobligationer var likvida. Även Ernst & Young har i en rapport från år 2014 gett uttryck för att svenska 30-åriga statsobligationer sedan slutet av år 2011 handlas i sådan omfattning att de är tillförlitliga. Förvaltningsrätten anser att utredningen i dessa mål, till skillnad från utredningen i naturgasmålen, ger stöd för att de 30-åriga obligationerna är likvida och kan användas som underlag för bedömningen.

PwC och Navigant har i sina rapporter jämfört ett historiskt utfall av räntorna på 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och funnit att det finns en löptidsdifferens, dvs. en skillnad i ränta mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer. Rapporterna ger också stöd för att räntan för 30-åriga statsobligationer har varit högre än för 10-åriga, för svenska obligationer under tiden sedan år 2009 då den svenska 30-åriga statsobligationen gavs ut och för utländska obligationer under längre tid. Även Konjunkturinstitutet har kommit till slutsatsen att det finns en löptidsdifferens. Ernst & Young uppger att räntan vanligen är högre för längre löptider än för kortare. Förvaltningsrätten anser därför att utredningen i de nu aktuella målen visar att det finns en löptidsdifferens mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och att räntan för 30-åriga statsobligationer är högre. Av det underlag som presenterats i målen framgår att olika experter har uppskattat löptidsdifferensen till 0,2–0,9 procent. Förvaltningsrätten anser att löptidsdifferensen vid en försiktig uppskattning bör fastställas till 0,3 procent. Den riskfria räntan ska därför fastställas till  $(3,71 + 0,3 =) 4,01$  procent.

### Marknadsriskpremie

Marknadsriskpremien utgör den extra avkastning utöver riskfri ränta som en investerare kräver för att investera i aktier. Energimarknadsinspektionen har fastställt marknadsriskpremien till 5,8 procent, baserat på ett genomsnitt av PwC:s marknadsriskpremiestudie för åren 2012–2014. Metoden är således baserad på historiska värden och utgår inte från någon av konsulternas bedömningar av marknadsriskpremien.

Den metod Energimarknadsinspektionen använt för att fastställa marknadsriskpremien är enligt myndigheten lämplig att använda om den riskfria räntan fastställs för den fyraåriga tillsynsperioden. Enligt Energimarknadsinspektionen är det vidare direkt felaktigt att använda samma marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån ett genomsnitt för en betydligt längre framåtblickande period, där det antas att den riskfria räntan ökar stadigt och går mot ett jämviktsläge.

Både den riskfria räntan och marknadsriskpremien ska, som förvaltningsrätten tidigare konstaterat, fastställas utifrån ett långsiktigt perspektiv. Vidare menar förvaltningsrätten att marknadsriskpremien, liksom övriga parametrar i WACC-beräkningen, bör vara framåtblickande. Förvaltningsrätten anser inte att den metod som Energimarknadsinspektionen använt ger en framåtblickande marknadsriskpremie. Förvaltningsrätten instämmer dock i Energimarknadsinspektionens uppfattning att det inte är lämpligt att använda den av myndigheten fastställda marknadsriskpremien tillsammans med en riskfri ränta som fastställts utifrån ett mer långsiktigt synsätt.

Ernst & Young har uppskattat att marknadsriskpremien på den svenska marknaden i ett jämviktsläge uppgår till 5,0 procent. Bedömningen grundas framför allt på Dimsons justerade historiska riskpremiestudie, enligt vilken

marknadsriskpremierna på den svenska marknaden uppgick till 5,0 procent för åren 1900–2001, och på det långsiktiga genomsnittet av PwC:s marknadsriskpremiestudie, som uppgick till 4,7 procent för åren 1998–2014. Ernst & Young har därefter prognosticerat marknadsriskpremierna till i genomsnitt 5,56 procent för den aktuella tillsynsperioden. Bedömningen bygger på egna prognoser av marknadsriskpremierna för åren 2016–2017, ett antagande om ett jämviktsläge år 2019 och ett snitt mellan åren 2017 och 2019 för år 2018.

Elnätsföretagen anser att marknadsriskpremierna ska fastställas med en metod som är anpassad till förvaltningsrättens metod för att fastställa riskfri ränta, dvs. med ett nioårigt framåtblickande perspektiv. Med användande av de prognoser som Ernst & Young gjort för åren 2016–2018 och därefter med beaktande av Ernst & Youngs bedömning av en långsiktig stabil marknadsriskpremie om 5,0 procent för åren 2019–2024 erhålls en marknadsriskpremie om 5,25 procent.

En sådan metod skulle vara konsekvent i förhållande till förvaltningsrättens metod för att fastställa den riskfria räntan. Det finns emellertid skäl som talar mot att tillämpa metoden med utgångspunkt i Ernst & Youngs bedömningar av nivån på marknadsriskpremierna.

Ernst & Young har i fråga om riskfri ränta argumenterat för att räntan bör bestämmas utifrån avkastningen på 10-åriga statsobligationer. Ett skäl för detta är att den riskfria räntan bör bestämmas i samklang med marknadsriskpremierna och att PwC:s marknadsriskpremiestudie baseras på den 10-åriga obligationsräntan. Om riskpremiestudien i stället hade baserats på 30-åriga statsobligationer hade, enligt Ernst & Young, marknadsriskpremierna blivit lägre. PwC instämmer i Ernst & Youngs syn kring att konsekvens måste finnas mellan löptiden på den riskfria räntan och marknadsriskpremierna. Av PwC:s yttranden framgår att merparten av respondenterna i deras marknadsriskundersökning använder räntan på 10-åriga stats-

obligationer som referensränta. Det finns alltså omständigheter som pekar mot att Ernst & Youngs uppskattade marknadsriskpremie är för hög vid användning av en riskfri ränta som ska motsvara 30-åriga statsobligationer, dvs. med tillämpning av en löptidsdifferens. Förvaltningsrätten anser därför att en marknadsriskpremie om 5,25 procent är för hög.

Enligt PwC kan Ernst & Youngs uppskattade genomsnittliga nivå på 5,0 procent användas även vid en tillämpning av en löptidspremie på den riskfria räntan. Ett sådant genomsnittligt värde ger inte uttryck för ett långsiktigt perspektiv med utgångspunkt i gällande marknadsläge, som den metod som förvaltningsrätten tillämpat avseende den riskfria räntan. Förvaltningsrätten anser dock att det, i avsaknad av annan utredning, är ett rimligt värde. Marknadsriskpremien ska därför bestämmas till 5,0 procent.

### **Betavärde**

Beta är ett vedertaget mått på systematisk risk och anger hur riskfylld en investering är i förhållande till en investering med genomsnittlig risk. Marknadens betavärde är per definition 1,0. Betavärden under 1,0 innebär en lägre risk och betavärden över 1,0 innebär en högre risk än marknads-genomsnittet. Ett enskilt företags betavärde speglar således företagets risk i förhållande till marknadens risk. Betavärdet uppskattas genom en analys av samma jämförelsebolag som vid uppskattningen av skuldandelen. Energi-marknadsinspektionen har utifrån jämförelsebolagen fastställt asset beta till 0,39 och equity beta till 0,72. Elnätsföretagen anser att de ska bestämmas till de värden som kammarrättens gjorde avseende föregående tillsynsperiod.

Förvaltningsrätten har i bedömningen av elnätsföretagens kapitalstruktur tagit ställning till de av Energimarknadsinspektionen använda jämförelsebolagen och funnit att det inte finns skäl att frångå Energimarknadsinspek-

tionens bedömning i det avseendet. Det har därför inte heller framkommit skäl att ändra betavärdet på grund av urvalet av jämförelsebolag.

Vidare har Energimarknadsinspektionen inte gjort någon Bloomberg-omräkning av betavärdet. Så gjordes inte heller i beslutet för föregående tillsynsperiod. Kammarrätten uttalade i domarna avseende den perioden att det inte framkommit tillräckliga skäl för att göra en Bloombergomräkning. Som skäl för detta anfördes att bara ungefär hälften av experterna förespråkade en sådan och det fanns visst stöd i utredningen för att elnätsföretagens betavärde, på grund av monopolsituationen och låg risk, inte rörde sig mot genomsnittet på aktiemarknaden. Elnätsföretagen har i nu aktuella mål inte fört fram någon argumentation som kan föranleda en ändring av detta synsätt. Förvaltningsrätten anser därför att det inte framkommit något som ger stöd för att en Bloombergomräkning ska göras.

Förvaltningsrätten anser således att det inte finns skäl att ändra det av Energimarknadsinspektionen fastställda betavärdet.

### **Särskild riskpremie**

Den särskilda riskpremien används för att fånga upp icke-systematiska och tillgångsspecifika risker som inte fångas upp av betavärdet. Det handlar om och i vilken utsträckning olika företagsspecifika osäkerheter ska beaktas. Energimarknadsinspektionen har fastställt den särskilda riskpremien till 0,0 procent. Elnätsföretagen anser att den ska vara 1,0 procent.

Elnätsföretagen anser att det finns en illikviditetsrisk, dvs. en risk för att inte kunna avyttra eller omsätta ägarandelar i ett elnätsföretag. Som förvaltningsrätten anfört i fråga om den riskfria räntan torde investeringar i elnätsföretag i allmänhet vara mycket långsiktiga. Möjligheten att snabbt avyttra en ägarandel i ett elnätsföretag bör därför inte vara av väsentlig betydelse för

en investerare. Det finns inte heller någon utredning som talar för att det faktiskt skulle vara svårt att omsätta en sådan investering. Inte någon av Energimarknadsinspektionens konsulter anser att det finns stöd för en illikviditetspremie. Förvaltningsrätten anser att illikviditetsrisken inte utgör skäl för en särskild riskpremie.

Elnätsföretagen anser vidare att det bör tillämpas en s.k. småbolagspremie, eftersom elnätsföretagen är väsentligt mindre än jämförelsebolagen och kan ha t.ex. kund- eller nyckelpersonsrelaterade risker. Elnätsföretagen har emellertid garanterade intäkter genom intäktsregleringen och bör alltså inte utsättas för sådana risker som motiverar en småbolagspremie. Två av Energimarknadsinspektionens konsultföretag anser inte att en småbolagspremie är motiverad. Det råder alltså inte någon samsyn bland experterna på detta område. Inte heller småbolagsrisken utgör därför skäl för en särskild riskpremie.

Vad gäller risken för utgifter pga. skyldigheten att betala avbrottsersättning kan noteras att kostnad för avbrottsersättning inte ska anses vara en sådan skälig kostnad för att bedriva nätverksamheten som ska täckas av intäktsramen (5 kap. 8 § ellagen). I förarbetena till bestämmelsen (prop. 2008/09:141 s. 66 f.) anges bl.a. att avbrottsersättningen inte bör räknas som en skälig kostnad vid beräkningen av intäktsramen, eftersom drivkraften att förbättra leveranssäkerheten då skulle försvagas. Att beakta risken för avbrottsersättning inom ramen för den särskilda riskpremien, skulle alltså motverka syftet med regleringen i 5 kap. 8 § ellagen.

Det finns emellertid andra förhållanden som talar för att en särskild riskpremie bör användas. Kammarrätten ansåg i domarna avseende föregående tillsynsperiod att det med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer var rimligt att använda en särskild riskpremie. Att det fortfarande finns osäkerhetsfaktorer vid

bedömningen av de i WACC-beräkningen ingående parametrarna, visas redan av att Energimarknadsinspektionens konsulter har gjort olika bedömningar i flera avseenden, vilket också enligt dem motiverar att en särskild riskpremie används. Det finns också en osäkerhet i fråga om avkastningskravet som är kopplat till förhandsregleringen som sådan. Även om denna risk kan antas avta om regleringsmodellen stabiliseras, är den ännu sådan att den måste beaktas.

Förvaltningsrätten anser sammanfattningsvis att det även nu ska ingå en särskild riskpremie vid kalkylränteberäkningen. Som framgår av det anförda anser förvaltningsrätten emellertid inte att samtliga risker som åberopas av elnätsföretagen motiverar en särskild riskpremie. Den kan därför inte vara så hög som elnätsföretagen anser. Förvaltningsrätten ansluter sig i fråga om storleken på den särskilda riskpremien till den bedömning som gjorts av Ernst & Young, dvs. att den ska uppgå till 0,5 procent.

### **Kreditriskpremie**

Kreditriskpremien utgör den ränta, utöver den riskfria räntan, som en långivare kräver för att låna ut kapital till verksamheten. Energimarknadsinspektionen har i sitt beslut fastställt kreditriskpremien till 1,73 procent. Elnätsföretagen accepterar i och för sig, under förutsättning att en löptidsdifferens tillämpas avseende den riskfria räntan, Energimarknadsinspektionens metod för beräkning av kreditriskpremien men anser att den på grund av ett räknefel har blivit för låg. Kreditriskpremien ska enligt elnätsföretagen rätteligen vara 1,8 procent. Energimarknadsinspektionen medger en sådan ändring av kreditriskpremien.

Förvaltningsrätten, som har funnit skäl att tillämpa en löptidsdifferens avseende den riskfria räntan, finner inte anledning att göra någon annan

bedömning än att kreditriskpremien bör fastställas till 1,8 procent utifrån parternas samstämmiga mening.

### **Inflation**

Inflationsförväntan används för att omvandla en nominell ränta till en real ränta. Energimarknadsinspektionen har fastställt inflationen till 2,03 procent utifrån Konjunkturinstitutets KPIF-prognos för inflation åren 2016–2019.

Elnätsföretagen anser att samma tidsperspektiv ska användas vid bedömningen av inflationen som vid beräkningen av riskfri ränta och att inflationen därför ska beräknas som ett genomsnitt av Konjunkturinstitutets nioåriga prognos för inflationen åren 2016–2024. Vid en sådan beräkning blir inflationen 2,02 procent.

Förvaltningsrätten, som anser att riskfri ränta ska bedömas utifrån Konjunkturinstitutets nioåriga prognoser, anser att samma tidsperspektiv ska tillämpas även vid fastställandet av inflationen. Liksom vid bedömningen av den riskfria räntan anser förvaltningsrätten att det är Konjunkturinstitutets rapport från mars 2015 som ska ligga till grund för bedömningen av inflationen. Inflationsförväntan ska därför ändras från 2,03 procent till 2,04 procent.

### **Slutsatser**

Förvaltningsrätten anser att de värden som Energimarknadsinspektionen i sin kalkylränteberäkning har bestämt för parametrarna skuldandel och betavärde inte ska ändras. Parterna är ense om att parametern kreditriskpremie ska ändras. Förvaltningsrätten gör samma bedömning. Förvaltningsrätten anser slutligen att parametrarna riskfri ränta, marknadsriskpremie,



särskild riskpremie och inflation ska ändras. Följande värden ska gälla för respektive parameter.

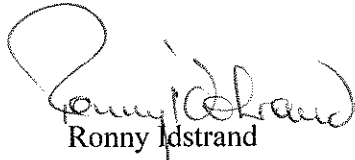
Skuldandel	52 %
Riskfri ränta	4,01 %
Marknadsriskpremie	5,0 %
Equity beta	72 %
Särskild riskpremie	0,5 %
Kreditriskpremie	1,8 %
Inflationsförväntan	2,04 %

Dessa värden leder till en nominell kalkylränta före skatt – den s.k. omvandlingsräntan – om 8,01 procent och en real kalkylränta före skatt om 5,85 procent. Överklagandena ska därför bifallas på så sätt att den reala kalkylräntan före skatt bestäms till 5,85 procent.


Parterna är ense om att det bör ankomma på Energimarknadsinspektionen att beräkna respektive elnätsföretags intäktsram till faktiskt belopp. Förvaltningsrätten gör samma bedömning. Målen ska därför överlämnas till Energimarknadsinspektionen för sådan beräkning.

### HUR MAN ÖVERKLAGAR

Information om hur man överklagar finns i bilaga 1 (DV 3109/1D).



Ronny Idstrand  
rådman



Ulf Jonare  
rådman (skiljaktig, se nästa sida)

I avgörandet har även nämndemännen Bo Arvidsson, Majvor Gyllhamn, Maritha Hörsing (skiljaktig, se nästa sida) och Leif Karlsson deltagit.

Föredraganden har varit Elin Stom, Mari Upphagen och Marie Wickström.

### SKILJAKTIG MENING

Vi delar majoritetens bedömning i samtliga frågor utom avseende den särskilda riskpremien. I den delen gör vi, av nedanstående skäl, samma bedömning som Energimarknadsinspektionen och anser alltså att det inte ska ingå någon särskild riskpremie i kalkylränteberäkningen. Vårt ställningstagande i denna fråga medför att den reala kalkylräntan före skatt bör fastställas till 5,55 procent.

Liksom Energimarknadsinspektionen anser vi att det tydligt bör framgå vilka risker som motiverar en särskild riskpremie. Kammarrätten ansåg i sina domar avseende föregående tillsynsperiod att en särskild riskpremie skulle användas. Detta motiverades med att det var rimligt att använda en sådan premie med hänsyn till framtida risker, särskilt vad gäller regleringar, och många andra osäkerhetsfaktorer. Kammarrätten beskrev emellertid inte närmare vilka osäkerhetsfaktorer som avsågs.

I fråga om regulatoriska risker kan det först konstateras att varken Ernst & Young eller Montell & Partners anser att sådana risker motiverar en särskild riskpremie. Grant Thornton gör motsatt bedömning, dock utan någon närmare analys. Även Kenth Skogsvik anser att den regulatoriska risken motiverar en särskild riskpremie. Hans argumentation utgår emellertid från att regleringen enbart kan medföra en för låg avkastning, vilket enligt Ernst & Young är en utgångspunkt som kan ifrågasättas. I dessa delar ger därför utredningen inte något entydigt stöd för att den regulatoriska risken motiverar en särskild riskpremie.

Vid föregående tillsynsperiod ingick bland jämförelsebolagen även bolag som delvis bedrev icke reglerad verksamhet. I förhållande till sådana bolag kan det ha funnits en regulatorisk risk som inte avspeglades i betavärdet. Nu utgörs emellertid jämförelsebolagen av elnätsföretag som, såvitt framgår av

utredningen, i vart fall på ett övergripande plan regleras på samma sätt som de svenska elnätsföretagen. De risker som följer av regleringen bör därför vara välkända och omfattas av betavärdet.

Enligt vår mening finns det därför skäl att göra avsteg från kammarrättens bedömning i fråga om den regulatoriska risken. Den bör alltså inte beaktas vid bedömningen av den särskilda riskpremien.

I fråga om andra osäkerhetsfaktorer som kan motivera en särskild riskpremie kan följande noteras. Energimarknadsinspektionens konsulter anser att en särskild riskpremie bör tillämpas främst med hänsyn till osäkerheten kring fastställandet av de olika parametrarna i WACC-beräkningen. Att det råder viss osäkerhet är i och för sig tydligt. Den utredning som har presenterats i målen ger emellertid inte stöd för att osäkerheten vid bedömningarna enbart talar till elnätsföretagens nackdel; det torde alltså även vara möjligt att den regulatoriska kalkylräntan är högre än ett bolags "verkliga" kalkylränta. Ernst & Young hänvisar till rapporter där detta har bedömts vara fallet.

Den osäkerhet som gäller vid parameterbedömningen bör vidare gälla inte bara vid kalkylränteberäkning för elnätsföretag utan även vid många andra WACC-bedömningar. Med motsvarande osäkerhetsresonemang skulle alltså en särskild riskpremie behövas även vid kalkylränteberäkningar där det saknas särskilt utpekade risker som inte omfattas av betavärdet.

Vi anser mot denna bakgrund att inte heller att osäkerheten i bedömningarna utgör motiv för en särskild riskpremie. Eftersom vi i övriga delar – illikviditetsrisk m.m. – har samma uppfattning som majoriteten medför våra bedömningar att den särskilda riskpremien bör bestämmas till 0,0 procent.

**FÖRTECKNING ÖVER KLAGANDEN M.M.****Mål nr 4794-15**

Klagande	E.ON Elnät Sverige AB, 556070-6060
Överklagat beslut	2015-06-22, dnr 2015-100656
Redovisningsenhet	RER00855
Föreslagen intäktsram	12 075 800 tkr
Beslutad intäktsram	11 446 234 tkr

**Mål nr 4799-15**

Klagande	E.ON Elnät Sverige AB, 556070-6060
Överklagat beslut	2015-06-22, dnr 2015-100655
Redovisningsenhet	REL00615
Föreslagen intäktsram	22 391 400 tkr
Beslutad intäktsram	20 910 504 tkr

**Mål nr 4800-15**

Klagande	E.ON Elnät Stockholm AB, 556209-8599
Överklagat beslut	2015-06-22, dnr 2015-100653
Redovisningsenhet	REL00571
Föreslagen intäktsram	2 567 400 tkr
Beslutad intäktsram	2 422 510 tkr

**Mål nr 4801-15**

Klagande	E.ON Elnät Sverige AB, 556070-6060 <sup>1</sup>
Överklagat beslut	2015-06-22, dnr 2015-100652
Redovisningsenhet	REL00094
Föreslagen intäktsram	123 400 tkr
Beslutad intäktsram	117 212 tkr

**Mål nr 4805-15**

Klagande	E.ON Elnät Sverige AB, 556070-6060
Överklagat beslut	2015-06-22, dnr 2015-100654
Redovisningsenhet	REL00601
Föreslagen intäktsram	2 768 300 tkr
Beslutad intäktsram	2 569 527 tkr

---

<sup>1</sup> Nätkoncessionen innehades vid tidpunkten för beslutet av E.ON Elnät Kramfors AB, 556066-8492.

FÖRVALTNINGSRÄTTEN  
I LINKÖPING  
Enhet 1INKOM: 2015-07-10  
MÅLNR: 4794-15  
AKTBIL: 4

## Kalkylränta avseende tillsynsperioden 2016-2019

Enligt 5 kap. 6 § ellagen (1997:857) ska intäktsramen ge en rimlig avkastning på det kapital som krävs för att bedriva verksamheten. Energimarknadsinspektionen (Ei) ska därför fastställa en kalkylränta som ska användas vid beräkningen av intäktsramar för tillsynsperioden 2016-2019. I denna promemoria redovisas Ei:s tillvägagångssätt för att fastställa kalkylräntan samt vilken kalkylränta som ska tillämpas under tillsynsperioden 2016-2019 för elnätsverksamhet.

Kalkylräntan ska beräknas utifrån vedertagna ekonomiska metoder och ge företagen den avkastning som krävs för att i konkurrens med alternativa placeringar med motsvarande risk få tillgång till kapital för investeringar (prop. 2008/09:141 sid. 79 och 102). Ellagen och förarbetena ger utöver detta inte någon ytterligare vägledning när det gäller beräkning av kalkylräntan. Ei ska därför bestämma vilken metod som ska användas och hur de ingående parametrarna ska fastställas.

För tillsynsperioden 2012-2015 fastställde Ei en kalkylränta med WACC-metoden (Weighted Average Cost of Capital) som sedan överklagades av elnätsföretagen. Frågan om nivån på kalkylräntan för tillsynsperioden 2012-2015 avgjordes av Kammarrätten i Jönköping den 10 november 2014 (se bl.a. mål nr 61-14). Efter att Högsta förvaltningsdomstolen beslutat att inte meddela prövningstillstånd har domarna i "elnätsmålen" vunnit laga kraft. Kalkylräntan för tillsynsperioden 2012-2015 beräknades av kammarrätten genom den så kallade WACC-metoden och fastställdes till 6,5 procent.

Ei har för den här aktuella tillsynsperioden inte funnit skäl att ändra den grundmetod som tidigare har använts i regleringen, dvs. WACC-metoden. I enlighet med vad som följer av kammarrättens bedömning i elnätsmålen är utgångspunkten också att varje parametervärde ska fastställas och redovisas separat. När det gäller den övriga betydelsen av utgången i elnätsmålen återkommer Ei till detta nedan.



De huvudsakliga parametrar som ska fastställas genom WACC-metoden är följande.

- Kapitalstruktur
- Betavärde
- Riskfri ränta
- Kreditriskpremie
- Marknadsriskpremie ( $r_m - r_f$ )
- Särskild riskpremie/Riskpremietillägg
- Inflationsförväntning
- Bolagsskatt

Vid en beräkning med WACC-metoden används följande uttryck.

$$WACC = r_d(1-t) \cdot (D/(D+E)) + r_e(E/(D+E)), \text{ där}$$

-  $r_d$  = kostnad för lånat kapital före skatt

-  $r_e$  = avkastningskrav/kostnad för eget kapital efter skatt (skattas via Capital Asset Pricing Model, CAPM)

-  $t$  = skattesats (exogent bestämd)

-  $D$  = uppskattat marknadsvärde av företagets finansiella skulder (vid optimal kapitalstruktur) – fås via analys av jämförelsebolag

-  $E$  = uppskattat marknadsvärde av företagets eget kapital (vid optimal kapitalstruktur) – fås via analys av jämförelsebolag

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

-  $r_e$  = avkastningskrav/kostnad för eget kapital

-  $r_f$  = riskfri ränta

-  $r_m$  = förväntad avkastning på aktiemarknadsindex

-  $\beta_e$  = betavärde, "equity" beta

Betavärdet ( $\beta_e$ ) speglar ett börsnoterat företags risk (volatilitet i aktiekurs) i förhållande till marknadens risk (volatilitet i index). Ett företags "equity beta" är en funktion av dess



rörelserisk samt finansiella risk (kapitalstruktur). Eftersom företag inom en bransch ofta har olika kapitalstruktur måste det s.k. "asset beta" (d.v.s. beta för ett företag utan finansiell nettoskuld) också beräknas för att kunna jämföra betaobservationerna och beräkna ett branschsnitt. Detta görs genom följande s.k. hävstångsformel.

$\beta_e = \beta_A (1 + (1-t) \cdot (D/E))$ , där

- $\beta_e$  = equity beta
- $\beta_A$  = asset beta
- t = skattesatsen
- D = marknadsvärde av skulder
- E = marknadsvärde av eget kapital

Vid fastställande av en kalkylränta med WACC-metoden är det vedertaget att beräkna parametrarna utifrån ett givet tidsperspektiv. Tidsperspektivet ska vara enhetligt för samtliga parametrar och bör inte blandas för att säkerställa neutralitet mot löptiden.

### **Elnätsföretagens inställning till kalkylränta i ansökan om intäktsram för perioden 2016-2019**

En mindre andel av företagen har i sina ansökningar om intäktsramar för tillsynsperioden 2016-2019 särskilt hänvisat till kammarrättens bedömning i elnätsmålen.

Därutöver har ett mindre antal elnätsföretag uttryckligen angett vilken kalkylränta de anser ska tillämpas vid beräkning av intäktsram. Dessa företag har huvudsakligen uppgett att de anser att samma kalkylränta, som blev utfallet av elnätsmålen, ska användas. Det innebär en kalkylränta på 6,5 procent, som efter justering för ändrad bolagsskatt för den nu aktuella perioden, motsvarar 6,19 procent.

Det stora flertalet av elnätsföretagen har dock inte explicit uttryckt vilken nivå på kalkylräntan som de anser ska tillämpas eller vilka parametervärden som ska användas.

Med utgångspunkt i elnätsföretagens uppgifter och den metod som används för beräkning av intäktsram har Ei analyserat vad respektive företags ansökt intäktsram innebär i termer av avkastning. Vid denna beräkning har inte hänsyn tagits till avdrag för effektiviseringskrav. Dessa krav har dock i de allra flesta fall en marginell betydelse för intäktsramens storlek.

I genomsnitt motsvarar elnätsföretagens ansökningar om intäktsramar en avkastningsnivå på 5,5 procent. Det finns dock en stor spridning mellan elnätsföretagen vilket illustreras nedan.





Avkastningsnivå beräknad med elnätsföretagens ansökta belopp	Antal företag <sup>1</sup>
Under 0,99 %	16
1,00 % - 2,99 %	10
3,00 % - 4,99 %	18
5,00 % - 6,99 %	74
7,00 % - 8,99 %	35
Över 9,00 %	12

### Ei gör följande bedömning av betydelsen av kammarrättens domar

Det framgår av elnätsmålen att Ei vid användning av WACC-metoden måste fastställa och redovisa värdena på de parametrar som ingår i metoden. Ett antal företag har anfört att Ei dessutom är bunden av de parametervärden som kammarrätten använde i elnätsmålen. Ei delar inte företagens bedömning av följande skäl.

När det gäller värdena på de olika parametrarna framgår det tydligt av elnätsmålen att bedömningen endast avsåg elnätsföretagens intäktsramar för perioden 2012-2015 och att parametervärdena inte ska vara vägledande för andra perioder eller regleringar.

Det framgår också att kammarrätten övervägde att återförvisa målen till Ei för ny beräkning av kalkylräntan. Kammarrätten ansåg sig dock tvungen att själv göra beräkningen främst på grund av den tid som hade förflutit. Detta framgår bl.a. av följande uttalande i domen.

Kammarrätten anser därför att rätten, med tillämpning av WACC-metoden, måste bestämma en kalkylränta som ska användas för den aktuella tillsynsperioden.

Av elnätsmålen framgår också att kammarrätten ansett sig bunden av parternas argumentation och den bevisning som hade åberopats. Det framgår bl.a. av följande uttalande i domen.

Kammarrättens bedömning av vad som kan vara ett rimligt värde för parametrarna görs enbart utifrån parternas argumentation och den bevisning som de har åberopat, främst i form av expertutlåtanden.

Det förhållandet att Högsta förvaltningsdomstolen inte meddelade prövningstillstånd i elnätsmålen talar också för att domstolen inte ansett att bedömningen av kalkylräntan i målen är prejudicerande för kommande perioder och/eller regleringar.

Vad gäller de enskilda parametervärdena kan Ei konstatera att den underliggande utredning som låg till grund för kammarrättens bedömning av enskilda parametervärden hade vissa allvarliga brister, främst vad beträffar fastställande av riskfri ränta.

<sup>1</sup> Totalt 165 redovisningsenheter för lokal- och regionnätsföretagen ingår i de redovisade uppgifterna. Cirka 20 företag ingår inte i jämförelsen på grund av att uppgifter saknats för att genomföra beräkningarna.



De brister som kammarrätten av processuella skäl ansett sig vara tvungna att utgå från i elnätsmålen är en direkt följd av brister i underlaget till Ei:s beslut för tillsynsperioden 2012-2015. Det förhållandet att Ei är ansvarig för vissa brister i tidigare beslut innebär inte att bristerna kan bortses från vid kommande prövningar för andra tillsynsperioder och regleringar. I den mån det vid bedömningen av kalkylräntan för kommande perioder finns bättre sätt att säkerställa att avkastningen blir rimlig, måste dessa kunna användas. Syftet med regleringen av elnätsföretagens intäkter och vikten av att kunderna skyddas mot oskäliga avgifter måste tillmätas stor betydelse i sammanhanget. Ei har inför den här aktuella tillsynsperioden tagit fram ett nytt underlag där bristerna är åtgärdade.

### Framtagande av underlag för fastställande av kalkylränta

För att fastställa kalkylräntan för perioden 2016-2019 har Ei gett tre konsultföretag i uppdrag att utifrån WACC-metoden estimerar en real kalkylränta för hela tillsynsperioden.

I uppdraget till konsulterna angav Ei följande.

- Vid bedömning av den riskfria räntan ska svenska statsobligationer användas som grund för bedömningen. Löptiden på statsobligationerna ska vara 10 år då detta representerar kontinuerligt likvida statsobligationer med längst löptid.
- Vid estimering eller beräkning av andra parametrar där även statsobligationer ingår direkt eller indirekt, så som marknadsriskpremien, är det viktigt att underliggande data har samma löptid som vid estimeringen av den riskfria räntan.
- De jämförelsebolag som används vid estimeringen av bland annat betavärdet ska bestå av Europeiska bolag som är relevanta vid bestämning av en kalkylränta för de svenska elnätsföretagen, d.v.s. företag med en liknande struktur och risknivå.
- Vid bedömning av betavärdet ska en Bloombergomräkning inte göras eftersom elnätsverksamheten är en reglerad och sedan tidigare etablerad verksamhet där riskerna är begränsade och välkända.
- Kalkylräntan ska beräknas före skatt. När en omräkning görs till en kalkylränta före skatt ska en schablonskatt motsvarande bolagsskatten på 22 procent användas.
- Effekterna av företagets möjlighet till skattemässiga överavskrivningar ska också analyseras. Om det anses vara rimligt ska ett förslag på kalkylränta lämnas där även denna effekt beaktats.

De tre konsultföretag som genomfört uppdraget är Ernst & Young, Grant Thornton samt Montell & Partners. Uppdraget har resulterat i tre konsultrapporter.



### Konsulternas bedömning av kalkylräntan

Resultatet från estimeringarna av kalkylräntan skiljer sig åt mellan konsulterna. Grant Thorntons kalkylränta uppgår till 3,8 procent, Montell & Partners kalkylränta uppgår till 4,55 procent och Ernst & Youngs kalkylränta uppgår till 4,42 procent utan särskild riskpremie respektive 4,72 procent med särskild riskpremie.

Utöver själva nivån finns det tre viktiga delar vid estimeringen av kalkylräntan där de tre konsulternas metoder och resultat skiljer sig åt väsentligt. Den första är hur nivån på den riskfria räntan har bestämts. Den andra är vilka jämförelsebolag som har använts och den tredje är i vilken mån olika typer av risktillägg har använts.

### Synpunkter från elnätsföretagen och andra intressenter

Konsultrapporterna har kommunicerats med samtliga elnätsföretag i Sverige. Därutöver har även andra intressenter haft möjlighet att inkomma med synpunkter på konsultrapporterna. Sammanlagt har svar inkommit från 15 instanser.

Svaren kan sammanfattas enligt följande.

Branschföreningen Svensk Energi, Vattenfall Eldistribution, E.ON Elnät, Fortum, Umeå Energi, Skellefteå Kraft, Kraftringen, Halmstad Energi och Mälarenergi menar att konsulternas skattning av en rimlig kalkylränta är för låga och att kalkylräntan ska fastställas till samma nivå som i elnätsmålen med korrigering för ändrad bolagsskatt.

Villaägarnas riksförbund, Fastighetsägarna, Lantbrukarnas riksförbund, SKGS samt Ekonomihögskolan i Lund menar att konsulternas förslag till kalkylränta ger en överskattning av vad som är en skäligen avkastning för elnätsföretag för perioden 2016-2019.

Ei återkommer till nätföretagens och övriga intressenters synpunkter vid bedömningen av respektive parameter.

### Ei:s bedömning av parametervärdena för perioden 2016-2019

#### Kapitalstruktur

En WACC ska enligt teorin beräknas utifrån en långsiktigt optimal kapitalstruktur. För att skatta kapitalstrukturen används jämförelsebolag. Olika typer av verksamheter och framförallt graden av konkurrenstryck på marknaden innebär olika risknivåer och ger därför olika optimala kapitalstrukturer. Detta innebär att de bolag som används som jämförelsebolag bör vara så lika svenska elnätsföretag som möjligt.

Grant Thornton och Montell & Partners har använt sig av jämförelsebolag med högre risk än svenska elnätsföretag. Många av jämförelsebolagen utgörs av integrerade energibolag som inte endast är verksamma med drift av elnät utan också bedriver framför allt produktion och försäljning av el och gas. Ernst & Young har, till skillnad från Grant

Thornton och Montell & Partners, använt jämförelsebolag med enbart överföringsverksamhet och därmed motsvarar jämförelsebolagen en risknivå som kan antas vara i paritet med svensk elnätsverksamhet. I Ernst & Youngs urval ingår dock även naturgasföretag vilket enligt deras bedömning innebär en högre risknivå än för elnätsverksamhet.

Av de synpunkter som inkommit från elnätsföretagen så menar bland annat Vattenfall Eldistribution, Fortum Eldistribution och Mälarenergi att den skuldandel som kammarrätten fastställde i elnätsmålen ska gälla. Som stöd för sin uppfattning uppger de bland annat att kapitalstrukturen borde vara stabil.

Fastighetsägarna Sverige och Villaägarnas Riksförbund menar att Ernst & Youngs resultat har den mest relevanta kretsen av jämförelsebolag med en liknande risknivå som svenska elnätsföretag. SKGS anser att skuldandelen bör uppgå till 80-90 procent.

Kammarrätten uttalade i elnätsmålen att kapitalstrukturen ska baseras på marknadsvärden. Kammarrättens bedömning av en skuldandel baserades på ett genomsnitt av resultaten i konsultrapporter från Ernst & Young och Grant Thornton och skuldandelen fastställdes till 37 procent.

Att ta ett genomsnitt av resultaten avseende konsulternas jämförelsebolag ger ett felaktigt resultat eftersom jämförelsebolagen till viss del är överlappande. Ett antal bolagskaraktistika skulle då bli överviktade. Därför bör endast ett av konsulternas urval användas. Marknaderna för produktion och försäljning av el och gas skiljer sig avsevärt från marknaden för överföring av el (elnätsverksamhet). På produktions- och försäljningsmarknaderna råder konkurrens och priserna fluktuerar väsentligt från tid till annan. Svenska elnätsföretag är däremot inte exponerade för risken att efterfrågan sjunker eftersom de bedriver sin verksamhet i reglerat monopol. I valet mellan tre delvis överlappande urval av jämförelsebolag anser Ei att det urval som består av bolag med så stora likheter (verksamhet och kontext) som möjligt med svenska elnätsföretag är att föredra. Det urval där man tagit bort integrerad konkurrensutsatt verksamhet, dvs. det urval som Ernst & Young använt sig av för beräkning av bland annat kapitalstruktur och betavärden, är det som har störst likheter med de svenska elnätsföretagen. Ei anser därför att detta urval ska användas vid beräkning av kapitalstrukturen och att skuldandelen ska beräknas till 52 procent.

#### Betavärde

Betavärdet ( $\beta_e$ ) speglar ett börsnoterat företags risk (volatilitet i aktiekurs) i förhållande till marknadens risk (volatilitet i index). Ett företags "equity beta" är en funktion av dess rörelserisk samt finansiella risk (kapitalstruktur). Eftersom företag inom en bransch ofta har olika kapitalstruktur måste det s.k. "asset beta" (d.v.s. beta för ett företag utan finansiell nettoskuld) beräknas för att kunna jämföra betaobservationerna och beräkna ett branschsnitt. Betavärdena beräknas med utgångspunkt i samma jämförelsebolag som används vid fastställandet av kapitalstrukturen och kreditriskpremien. Ei har i uppdraget till konsulterna angett att vid bedömning av betavärdet ska en så kallad Bloombergräkning inte göras. Detta på grund av att elnätsverksamheten är en

reglerad och sedan tidigare etablerad verksamhet där riskerna är begränsade och välkända. Ei:s uppfattning är att elnätsföretagen, på grund av den låga risken till följd av att verksamheterna bedrivs som monopol, inte kommer att röra sig mot ett betavärde motsvarande genomsnittet på aktiemarknaden. En Bloombergomräkning ska därför inte göras.

Grant Thornton har beräknat asset beta respektive equity beta till 0,29-0,51 respektive 0,64-0,45, Montell & Partners till 0,32 respektive 0,54 och Ernst & Young till 0,39 respektive 0,72.

Av de synpunkter som inkommit från elnätsföretagen så menar bland annat Vattenfall Eldistribution, Fortum Eldistribution, och E.ON att det betavärde som kammarrätten fastställde i elnätsmålen ska gälla. Som stöd för sin uppfattning uppger de bland annat att förutsättningarna bör vara likartade för perioden 2016-2019.

Villaägarnas Riksförbund menar att asset beta högst bör uppgå till 0,28 baserat på att Ernst & Youngs jämförelsebolag är den mest relevanta kretsen trots att urvalet av bolag har en högre risknivå än svenska elnätsföretag.

I elnätsmålen fastställde kammarrätten asset beta till 0,38 och equity beta till 0,544, baserat på ett genomsnitt av resultaten i konsultrapporter från Ernst & Young och Grant Thornton.

Eftersom samma jämförelsebolag ska användas som vid beräkningen av kapitalstrukturen och kreditriskpremien är det Ernst & Youngs urval som ska användas även vid beräkningen av betavärdena. För dessa bolag har asset beta ( $\beta_A$ ) beräknats till 0,39 och equity beta ( $\beta_E$ ) till 0,72.

#### Risken för ränta

När den riskfria räntan ska fastställas är en viktig utgångspunkt vilket tidsperspektiv som ska användas. Frågan har fått stor betydelse i elnätsmålen. Ei har i uppdraget till konsulterna angett att 10-åriga svenska statsobligationer ska användas som utgångspunkt vid skattningen av den riskfria räntan.

Vattenfall Eldistribution, Fortum Eldistribution, och E.ON m.fl. anser att den riskfria räntan ska fastställas på samma sätt som i elnätsmålen. Som stöd för sin uppfattning uppger de bland annat att förutsättningarna bör vara likartade för perioden 2016-2019.

Villaägarnas riksförbund, Fastighetsägarna Sverige och Ekonomihögskolan i Lund menar att det är rimligt att tillämpa svenska 10-åriga statsobligationer för att fastställa den riskfria räntan. Villaägarnas riksförbund och Fastighetsägarna Sverige menar dessutom att Ernst & Young och Montell & Partners skattningar av den riskfria räntan är för höga då de baserar sig på långa tidsserier samtidigt som ränteläget de senaste åren är väsentligt förändrat.

I elnätsmålen använde kammarrätten summan av den förväntade BNP-utvecklingen (baserad på historisk data) och långsiktigt inflationsmål som metod för att bestämma den riskfria räntan. Kammarrätten utgick från argumentationen i en underbilaga till Ei:s beslut för tillsynsperioden 2012-2015 och fann inte skäl att frånga Ei:s bedömning. Ei:s bedömning, såsom den kom till uttryck i underbilagan, var dock bristfällig vilket utvecklas nedan. Ei har därför inte använt samma metod för att bestämma den riskfria räntan som kammarrätten gjorde.

Avkastning är ett ekonomiskt begrepp som beskriver hur mycket en tillgång förändrats i värde från en tidigare tidpunkt. Den riskfria räntan är den förväntade avkastningen på tillgångar som inte har någon risk och utgör ett fundament i all finansiell värdering. När man använder riskfri ränta är det centralt att också definiera vilken som är den underliggande tillgången. Statsobligationer används ofta som underliggande riskfri tillgång i länder där risken för statskonkurs är obefintlig eller nära noll, exempelvis Sverige.

Att utgå från summan av förväntad BNP-utveckling och inflationsmål vid skattning av riskfri ränta är inte ett bra tillvägagångssätt av flera skäl. Det är heller inte ett vedertaget sätt att skatta riskfri ränta. Det finns ingen underliggande tillgång kopplat till en avkastning som definieras som summan av förväntad BNP-utveckling och ett inflationsmål. Det finns inget instrument på de finansiella marknaderna som har en avkastning kopplat till summan av BNP-utveckling och inflationsmål. Den summan representerar därför varken en avkastning eller någon tillgång som finns att tillgå på de finansiella marknaderna. Riksbankens mål för inflation är en given policyvariabel som är giltig endast fram till nästa policybeslut. Policyvariabeln inflationsmål skiljer sig dessutom markant från både inflationsprognos och faktiskt inflationsutfall i marknaden och denna diskrepans mellan mål och utfall har bestått under ett antal år. Förväntad BNP-utveckling går inte att observera eftersom förväntningar inte är observerbara. Istället måste en prognos användas som baseras på historiska data vilket per definition innebär osäkerheter.

Vid användning av BNP och inflationsmål som utgångspunkt för att fastställa den riskfria räntan finns också ett flertal risker. Ansatsen ger för hög avkastning när ränteläget är lågt, som idag, och för låg avkastning när ränteläget är högt. De olika experterna som åberopades i elnätsmålen har istället utgått från statsobligationer med olika löptid. Detta är också en allmänt vedertagen metod väl förankrad i ekonomisk teori för att skatta riskfri ränta. I elnätsmålen uttalade kammarrätten följande.

Experterna har använt sig av flera olika metoder och beräkningssätt för att uppskatta ett rimligt värde på den riskfria räntan. De flesta experter baserar sina bedömningar på olika statsobligationer med olika löptider, men även andra metoder förekommer.

Summan av förväntad BNP-utveckling och inflationsmål är med hänsyn till ovanstående inte en lämplig metod för att bestämma riskfri ränta i en WACC-beräkning.

Ei:s uppfattning är att den riskfria räntan för perioden 2016-2019 ska bestämmas med utgångspunkt i svenska statsobligationer.



Löptiden på den riskfria räntan ska i teorin motsvara investeringshorisonten. Om man skulle likställa investeringshorisonten med tillgångarnas ekonomiska livslängd skulle perspektivet för elnätsföretag behöva vara 40-50 år. Det finns inga statsobligationer med den löptiden. Det finns inte heller någon annan data tillgänglig för att kunna beräkna WACC med detta tidsperspektiv. Det närmaste man kan komma vad gäller obligationer är enstaka år med likvida svenska 30-åriga statsobligationer, alternativt utländska 30-åriga statsobligationer. Det går alltså inte att matcha den ekonomiska livslängden med svenska likvida statsobligationer. Det är dessutom inte lämpligt att använda utländska statsobligationer eftersom de inte representerar den svenska kontexten i vilken elnätsföretagen verkar. Det finns således inte kontinuerlig representativ data för längre tidsperioder än 10 år.

Ei menar dessutom att ett 10-årigt tidsperspektiv är bra av flera skäl. För de flesta infrastrukturinvesteringar finns det en tydlig skillnad mellan tillgångens livslängd och tidshorisonten för finansieringen. Livslängden kan för infrastrukturinvesteringar vara lång, exempelvis 40 år. Däremot finansieras inte investeringar med en livslängd på 40 år med lån där löptiden är 40 år. Den typen av lån finns i praktiken inte. Istället är en vanlig löptid och ibland även räntebindningstid för infrastrukturinvesteringar 5-10 år. 10 år anses generellt vara lång sikt i finansieringssammanhang.

I sammanhanget är det också relevant att nämna att det i den studie av den svenska aktiemarknaden, som företaget PwC årligen gör, och som konsulterna hänvisar till (PwC-studien) tydligt framgår att två tredjedelar av alla respondenter använder sig av 10-åriga statsobligationer som underlag för den riskfria räntan.

Ei:s uppfattning är att 10-åriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget. Det tidsperspektivet är också att anse som långsiktigt i finansiella sammanhang. Detta långsiktiga tidsperspektiv har sedan också använts vid fastställande av marknadsriskpremien. Det är viktigt att beakta sambandet mellan de olika parametrarna.

I underlagen från de tre konsulterna har den riskfria räntan estimerats med utgångspunkt i 10-åriga svenska statsobligationer. De olika konsulterna har dock gått tillväga på olika sätt. Grant Thornton har utgått från en dagsnotering av den 10-åriga statsobligationen och funnit att den riskfria räntan ska sättas till 0,4 procent. Av underlaget från Grant Thornton framgår att de baserar den riskfria räntan på hur marknaden som helhet bedömer den framtida statsobligationsräntan. Grant Thornton har i sin utgångspunkt för WACC-beräkningen gjort ett tillägg genom en s.k. riskpremie för att kompensera för ändrade förutsättningar i räntenivå etc.

Montell & Partners och Ernst & Young har istället valt ansatsen att prognostisera räntenivåerna för den riskfria räntan för hela tillsynsperioden. Utgångspunkten för både Montell & Partners och Ernst & Young har varit att skatta den riskfria räntan utifrån Konjunkturinstitutets prognoser över 10-årsränta. Montell & Partners har estimerat den riskfria räntan till 3 procent under perioden och Ernst & Young till 2,80 procent. Ernst &

Young har också redovisat att deras estimat ligger förhållandevis nära vad tioårsräntan legat på de senaste tio åren (2,88 procent).

Ei:s bedömning av konsulternas underlag är att Grant Thorntons metodik har brister eftersom de endast använder en dagsnotering för att estimera den riskfria räntan för en fyraårsperiod. Ernst & Young och Montell & Partners har skattat den riskfria räntan på samma sätt, det vill säga med prognoser från Konjunkturinstitutet. Resultaten skiljer sig åt, vilket beror på att Ernst & Young har använt sig av en senare prognos från Konjunkturinstitutet (mars 2015). Med hänsyn till att Ernst & Young dels har använt senaste tillgängliga underlag samt att resultaten väl sammanfaller med resultaten från jämförelse i ett historiskt långsiktigt perspektiv bedömer Ei att den riskfria räntan ska vara 2,80 procent.

#### Kreditriskpremie

Kreditriskpremien är skillnaden mellan riskfri ränta och kostnad för lånat kapital. På de finansiella marknaderna idag är långa lån extremt dyra och mycket ovanliga. Långgivare kräver högre kreditpåslag på lån med långa löptider för att skydda sig mot exempelvis omfinansieringsrisk och högre upplåningskostnad. Ei menar att ett 10-års perspektiv är relevant för att åstadkomma enhetlighet i tidsperspektiven vid fastställandet av de olika parametrarna i kalkylräntan. Vid fastställande av kreditriskpremien ska samma jämförelsebolag användas som vid fastställande av kapitalstruktur och betavärden.

Resultaten från de olika konsulterna skiljer sig åt vad gäller bedömningen av kreditriskpremien. I Grant Thorntons underlag framgår inte direkt vad kreditriskpremien beräknats till. Montell & Partners har estimerat den till 1,05 procent medan Ernst & Young har skattat kreditriskpremien till 1,73 procent.

Vattenfall Eldistribution, Fortum Eldistribution, och E.ON m.fl. anser att kreditriskpremien ska vara 1,83 procent i enlighet med vad kammarrätten fastställde i elnätsmålen. Som stöd för sin uppfattning uppger de bland annat att förutsättningarna bör vara likartade för perioden 2016-2019 som för tidigare reglerperiod.

Villaägarnas riksförbund menar att kreditriskpremien bör vara mellan 0,5 och 1,0 procent och Fastighetsägarna Sverige anför att den bör vara mycket låg med hänsyn till elnätsföretagens låga risk.

Kammarrätten konstaterade i elnätsmålen att resultaten från olika experter varierade mellan 0,5 procent och 3,5 procent. Kammarrätten baserade sin bedömning på det högsta värdet av de konsultrapporter som tagits fram för den då aktuella perioden, dvs. 1,83 procent.

Eftersom samma jämförelsebolag ska användas som vid beräkningen av kapitalstrukturen och kreditriskpremien är det Ernst & Youngs urval som ska användas även vid beräkningen av kreditriskpremien. Ei bedömer därför att kreditriskpremien ska uppgå till 1,73 procent.





### Marknadsriskpremie

Grant Thornton har uppskattat marknadsriskpremien till 4,7-5,3 procent, Montell & Partners har estimerat marknadsriskpremien till 5,5 procent och Ernst & Young har skattat den till 5,56 procent.

Av de synpunkter som inkommit från elnätsföretagen så menar bland annat Vattenfall Eldistribution, Fortum Eldistribution, och E.ON att marknadsriskpremien ska uppgå till 4,735 procent i enlighet med vad kammarrätten fastställde i elnätsmålen.

Kammarrätten använde resultaten från två olika konsultrapporter och baserade sin bedömning på ett genomsnitt av dessa, d.v.s. 4,735 procent.

Konsulterna har skattat marknadsriskpremien på olika sätt. Grant Thornton har använts sig av historiska genomsnitt för en tioårsperiod av den så kallade PwC-studien medan både Montell & Partners och Ernst & Young har använt sig av flera underlag för att därefter väga samman en bedömning av marknadsriskpremien.

Ei anser att marknadsriskpremien ska baseras på svenska observationer. Det är även viktigt att löptiden på statsobligationerna som används för att härleda marknadsriskpremien motsvarar löptiden på statsobligationerna vid estimeringen av den riskfria räntan. Ei anser att PwC-studien, som görs årligen sedan 1998, bäst lämpar sig som utgångspunkt vid estimering av marknadsriskpremien eftersom studien avser svenska observationer där löptiden på statsobligationerna till största delen är 10 år.

För att undvika att stora variationer ett enskilt år ger ett orimligt utslag bör mer än ett år användas vid bedömning av marknadsriskpremien. Med hänsyn till att marknadsriskpremien ska avspeglade förhållanden för den nu aktuella tillsynsperioden gör Ei bedömningen att det är resultat som ligger relativt nära i tid som ska användas. En lämplig tidsserie är enligt Ei:s uppfattning de tre senaste åren. Ett genomsnitt av PwC:s studie de senaste tre åren (5,8 % år 2012, 6,0 % år 2013 och 5,6 % år 2014) ger en marknadsriskpremie på 5,80 procent. Marknadsriskpremien ska därför fastställas till 5,80 procent.

### Särskild riskpremie/Riskpremietillägg EK

För vissa typer av verksamheter förekommer det ibland att man till CAPM lägger till en särskild riskpremie/riskpremietillägg. Tanken bakom ett sådant tillägg är att det ska fånga upp eventuella risker som inte är systematiska och som inte redan fångas av marknadsriskpremien. Normala risker ersätts således genom marknadsriskpremien och motiverar därför inte en särskild riskpremie.

Konsulterna har i bedömningarna för den nu aktuella perioden delvis gjort olika bedömningar. Ei:s tolkning av underlagen från konsultstudierna är att motiven till riskpremier främst är hänförliga till hur övriga WACC-parametrar fastställts. Grant Thornton har exempelvis uppskattat att ett riskpremietillägg ska utgå med 1,2 procent utan att direkt ange vilka risker som avses. Samtidigt har Grant Thornton beräknat den riskfria räntan till en nivå som är mer än två procentenheter lägre än övriga konsulter.



Montell & Partners anger en särskild riskpremie på 1,0 procent. Ernst & Young menar, såsom Ei tolkar underlaget, att det inte finns särskilda motiv för att lägga på en särskild riskpremie men föreslår ändå ett tillägg på 0,5 procent. I sammanhanget framhåller Ernst & Young att om en renodlad WACC-metod används kan man bortse från att använda en särskild riskpremie. Ingen av konsulterna pekar tydligt på vilka särskilda risker det är som ska ersättas.

Av de synpunkter som inkommit från elnätsföretagen så menar bland annat Vattenfall Eldistribution och Fortum Eldistribution att en särskild riskpremie bör utgå i enlighet med vad kammarrätten fastställde i elnätsmålen om övriga parametrar fastställs på samma sätt och att den i annat fall bör öka.

Villaägarnas riksförbund och Fastighetsägarna Sverige framhåller att reglerad monopolmarknad inte är en sådan marknad där det är relevant att beräkna en särskild riskpremie.

Kammarrätten fastställde i elnätsmålen en särskild riskpremie på 1,00 procent med hänsyn till framtida osäkerheter, främst avseende regleringen, och många andra osäkerhetsfaktorer. Vilka dessa osäkerhetsfaktorer är framgår inte av domen.

Ei anser att om en särskild riskpremie ska användas, ska det tydligt ska framgå vilken typ av risker som motiverar ersättning.

Små bolags utsatthet är en risk som brukar föras fram som motiv till ett särskilt riskpremietillägg. Svenska elnätsföretag är naturliga och legala monopol och intäkterna är reglerade för alla elnätsföretag oavsett storlek. Elnätsföretagen är inte ens exponerade för risken att efterfrågan sjunker genom att kunderna i koncessionsområdet försvinner utan är berättigade att ta ut en fastslagen summa i intäkter. Det finns därmed inte någon anledning att lägga till något särskilt risktillägg ens till små nätbolag.

Utöver småbolagspremien har även den regulatoriska risken nämnts som skäl för ett särskilt risktillägg. Vad gäller den regulatoriska risken så har det främst pekats på att det är osäkert hur regleringen kommer att utvecklas men även att det finns risker i den nuvarande regleringen som till exempel det kapacitetsbevarande synsättet. Förändringar i ramverk som påverkar en verksamhet är en systematisk risk som redan ingår i marknadsriskpremien. Denna typ av risk motiverar därför inte något ytterligare tillägg och några andra särskilda risker som kan motivera en särskild riskpremie finns inte heller.

#### Inflationsförväntning

Uppskattningarna av inflationsförväntningarna i Grant Thorntons rapport (1,4 procent) skiljer sig väsentligt från vad Montell & Partners (2,0 procent) och Ernst & Young (2,03 procent) kommer fram till. Det är oklart utifrån underlaget hur Grant Thornton estimerat inflationsförväntningarna medan de övriga utgått från Riksbankens inflationsmål och Konjunkturinstitutets långsiktsprognos.



Av de synpunkter som inkommit från elnätsföretagen så menar bland annat Vattenfall Eldistribution och Fortum Eldistribution att inflationen ska bedömas till 2,00 procent i enlighet med vad kammarrätten fastställde i elnätsmålen och hänvisar i detta sammanhang till principer för hur övriga parametrar enligt deras uppfattning bör fastställas.

Villaägarnas riksförbund anser att en inflationsförväntan på 2,00 procent är rimlig.

Kammarrätten tillämpade i elnätsmålen en inflationsförväntan om 2,00 procent. Ei anser att inflationsförväntningarna ska estimeras genom Riksbankens eller Konjunkturinstitutets prognoser för tillsynsperioden. Om det saknas prognos för något av åren i tillsynsperioden kan riksbankens långsiktiga mål istället användas för året/åren där uppgifter saknas. Ernst & Young och Montell & Partners har skattat den riskfria räntan på samma sätt, det vill säga med prognoser från Konjunkturinstitutet. Resultaten skiljer sig åt, vilket beror på att Ernst & Young har använt sig av en senare prognos från Konjunkturinstitutet (mars 2015). Med hänsyn till att Ernst & Young har använt senaste tillgängliga underlag ska detta användas som underlag för att fastställa inflationsförväntan.

Inflationsförväntningen för perioden 2016-2019 beräknas till 2,03 procent.

#### **Bolagsskatt**

Bolagsskatten ska uppgå till 22 procent då detta är den aktuella skatten vid fastställandet av kalkylräntan.

#### **Skattekrediter**

Det finns en möjlighet för företag att göra skattemässiga överavskrivningar. Om detta görs innebär det att företagens effektiva skattesats blir lägre än 22 procent. Skattesatsen har betydelse för beräkningen av kalkylräntan. Den effektiva skattesatsen är olika för olika företag och år. Det går därför inte att fastställa någon generell skattesats för alla företag. Däremot skulle det kunna vara möjligt att använda ett schabloniserat avdrag. En sådan schablonisering kräver ett bra underlag och en grundlig analys. I uppdraget till konsulterna ingick särskilt att analysera effekterna av företagens möjlighet till skattemässiga överavskrivningar och om det var rimligt ta fram ett förslag på hur detta skulle kunna beaktas. Ingen av konsulterna har föreslagit ett generellt avdrag och Ei kan för närvarande inte presentera underlag för hur kalkylräntan skulle behöva justeras.



### Ei:s bedömning av en rimlig kalkylränta för perioden 2016-2019 i elnätsverksamheten

Ei bedömer att en real kalkylränta före skatt på 4,53 procent (motsvarar 6,65 procent nominellt före skatt) är rimlig att tillämpa för tillsynsperioden 2016-2019. Kalkylräntan beräknas utifrån följande parametrar:

Equity beta	72 %
Risikfri ränta	2,80 %
Marknadsriskpremie	5,80 %
Särskild riskpremie	0,00 %
Kreditriskpremie	1,73 %
Skuldandel	52,0 %
Inflationsförväntning	2,03 %

Kalkylräntan ska vara densamma under hela perioden.



## HUR MAN ÖVERKLAGAR - PRÖVNINGSTILLSTÅND

Den som vill överklaga förvaltningsrättens beslut ska skriva till Kammarrätten i Jönköping.

**Skrivelsen ska dock skickas eller lämnas till förvaltningsrätten.**

För att kammarrätten ska kunna ta upp Ert överklagande måste Er skrivelse ha kommit in till förvaltningsrätten inom tre veckor från den dag då Ni fick del av domen/beslutet. Om beslutet har meddelats vid en muntlig förhandling, eller det vid en sådan förhandling har angetts när beslutet kommer att meddelas, ska dock överklagandet ha kommit in inom tre veckor från den dag domstolens beslut meddelades. Om sista dagen för överklagande infaller på lördag, söndag eller helgdag, midsommarafton, julafton eller nyårsafton räcker det att besvärshandlingen kommer in nästa vardag.

Om klaganden är en part som förträder det allmänna, ska överklagandet alltid ha kommit in inom tre veckor från den dag beslut meddelades.

För att ett överklagande ska kunna tas upp i kammarrätten fordras att **prövningstillstånd** meddelas. Kammarrätten lämnar prövningstillstånd om

1. det finns anledning att betvivla riktigheten av det slut som förvaltningsrätten har kommit till,
2. det inte utan att sådant tillstånd meddelas går att bedöma riktigheten av det slut som förvaltningsrätten har kommit till,
3. det är av vikt för ledning av rättstillämpningen att överklagandet prövas av högre rätt, eller
4. det annars finns synnerliga skäl att pröva överklagandet.

Om prövningstillstånd inte meddelas står förvaltningsrättens beslut fast. Det är därför viktigt att det klart och tydligt framgår av överklagandet till kammarrätten varför man anser att prövningstillstånd bör meddelas.

### Skrivelsen med överklagande ska innehålla

1. Klagandens person-/organisationsnummer, postadress, e-postadress och telefonnummer till bostaden och mobiltelefon. Adress och telefonnummer till klagandens arbetsplats ska också anges samt eventuell annan adress där klaganden kan nås för delgivning. Om dessa uppgifter har lämnats tidigare i målet – och om de fortfarande är aktuella – behöver de inte uppges igen. Om klaganden anlitar ombud, ska ombudets namn, postadress, e-postadress, telefonnummer till arbetsplatsen och mobiltelefonnummer anges. Om någon person- eller adressuppgift ändras, ska ändringen utan dröjsmål anmälas till kammarrätten.
2. den dom/beslut som överklagas med uppgift om förvaltningsrättens namn, målnummer samt dagen för beslutet,
3. de skäl som klaganden anger till stöd för en begäran om prövningstillstånd,
4. den ändring av förvaltningsrättens dom/beslut som klaganden vill få till stånd,
5. de bevis som klaganden vill åberopa och vad han/hon vill styrka med varje särskilt bevis.

Adressen till förvaltningsrätten framgår av domen/beslutet.