

Datum
2017-02-15

Diariernr
2014-101927

Er beteckning
Mål nr 430-16

Kammarrätten i Jönköping

Mål nr 430-16; Energimarknadsinspektionen ./ Göteborg Energi Gasnät AB

Energimarknadsinspektionen (Ei) vidhåller sin inställning och vad myndigheten tidigare har anfört och vill med anledning av Göteborg Energi Gasnät AB:s (GEGAB) senaste yttrande tillägga följande.

Till stöd för sin uppfattning avseende tidsperspektiv och marknadsriskpremie hänvisar Ei till nya utlåtanden från Ernst & Young (EY), [bilaga 1](#), och Montell & Partners (MP), [bilaga 2](#).

Ei begär också att kammarrätten ska ompröva sitt beslut gällande oberoende sakkunniga.

1 Den riskfria räntan och tidsperspektivet

Ei vidhåller att det är vedertaget att vid beräkning av WACC utgå från förutsättningarna vid en viss tidpunkt (momentant) och att den riskfria räntan därför ska skattas för den relevanta tidsperioden, dvs. tillsynsperioden. Det har inte framkommit något som talar för att just investeringar i gasnätsverksamhet förutsätter en sorts stabilitet och förutsägbarhet som andra mycket långsiktiga investeringar inte kräver.

Det ska noteras att förvaltningsrätten den 14 december 2016 har meddelat domar angående elnätsföretagens intäktsramar 2016-2019. Domarna har överklagats av Ei. Metoderna för att fastställa intäktsramarna för gas- och elnät bör enligt Ei vara desamma.

1.1.1 Alla investeringar ska inte gynnas

Det är självklart så att användningen av en jämviktsränta i ett lågränteläge gynnar investeringar. Avsikten med regleringen är dock inte att gynna alla investeringar, utan rätt investeringar till rätt pris. Ei vill i detta sammanhang också återigen framhålla riskerna med det synsätt som gasnätsföretagen och även domstolarna hittills har haft. I ett annat, högre, ränteläge än det nuvarande kommer investeringar inte att gynnas om en jämviktsränta används. Det finns en överhängande risk att företagen i ett sådant läge inte kommer att anse att investeringar kan göras till en då förhållandevis låg ränta. Detta eftersom att det i den verklighet som företagen bedriver sin verksamhet finns möjlighet att investera kapital i alternativa tillgångar som ger högre avkastning.

Det sätt som förvaltningsrätten har fastställt den riskfria räntan på riskerar inte bara att drabba el- och gasnätet och dess kunder utan även andra investeringar. Om denna typ av investeringar gynnas genom orimligt hög avkastning sker det på bekostnad av investeringar i andra tillgångar. Eftersom det i samhället bara finns en begränsad mängd kapital kommer investeringar i gasverksamhet till en "konstgjord" hög ränta att påverka samhällets samlade välfärd genom felaktiga/snedvridna investeringsincitament. Detta innebär i förlängningen att samhällets resurser inte används på det samhällsekonomiskt mest effektiva sättet och att samhällets samlade välstånd blir lägre än vad det kunnat bli om samhällets resurser användes rätt.

1.1.2 Det har betydelse att avkastningen ändras vart fjärde år

Nätföretagens och förvaltningsrättens hänvisning till långsiktiga investeringar och den direkta kopplingen till den riskfria räntan är kraftigt förenklad. Investerare är inte endast intresserade av att avkastningen ligger fast. Intäktsramarna fastställs för en period om fyra år, vilket innebär att avkastningen uppdateras vart fjärde år. Gasnätsföretagens får genom regleringen en garanterad avkastning som motsvarar en riskfri realränta och riskpremie. Om det sker förändringar i marknaden tas dessa om hand inför nästa fyraårsperiod. Detta går inte att jämföra med andra långsiktiga investeringar.

För en investerare är det ur ett riskperspektiv viktigast att investeringen är värdesäkrad. Detta uppnås bäst med den metoden som Ei har använt. EY beskriver detta i sitt senaste utlåtande enligt följande (bilaga 1 sid. 4).

Enligt vår uppfattning torde det viktigaste för en investerare ur ett riskperspektiv vara att investeringen är värdesäkrad, inte att avkastningen är fast. Det är enkelt att visa matematiskt att en värdesäkrad investering erhålls endast då den regulatoriska kalkylräntan uppdateras löpande vartefter marknads avkastningskrav förändras, medan en fast avkastning skapar fluktuationer och osäkerhet beträffande investeringens värde.

/.../

En regulatorisk kalkylränta som uppdateras regelbundet ger alltså investeraren det långsiktiga erbjudandet att erhålla "vid var tid gällande realränta plus en marknadsmässig riskpremie". Detta framstår i våra ögon som ett erbjudande som har goda förutsättningar att attrahera långsiktiga investerare. En parallell kan göras till realränteobligationer vilka också ger investeraren vid var tid gällande realränta, dock utan riskpremie. Man kan också göra paralleller till icke-reglerade branscher som inte får någon garanterad avkastning på långsiktiga investeringar, utan genomför dessa ändå utifrån de marknadsräntor som gäller vid investeringstidpunkten.

Även MP analyserar betydelsen av att avkastningen uppdateras vart fjärde år, och kommer till följande slutsats (bilaga 2 sid. 9).

Montell & Partners rekommenderar att man använder sig av det fyraåriga perspektiv som stämmer överens med de fyraåriga intäktsramarna vilket ger en justering till marknadsmässig avkastning och risk. Sett över långa investeringscykler får elnätbolagen en kontinuerlig justering till marknadsnivå vart fjärde år vilket leder till en så marknadslig situation som möjligt.

Om det långsiktiga investeringsperspektivet med Konjunkturinstitutets prognosfundament får styra avkastningen så leder detta till överavkastning och för höga priser till kunderna i perioder av låga realräntor. Givet en hypotes om nätbolagen som rationella investerare så finns risk för överinvesteringar i nättillgångar under dessa perioder.

På motsvarande sätt riskerar perioder av höga realräntor medföra underinvesteringar i elnätet då kapitalet kommer att söka sig till investeringsalternativ med högre avkastning.

1.2 Det är nödvändigt med en närmare analys om en längre tidsperiod än tillsynsperioden ska vara utgångspunkten

Om det anses nödvändigt att fastställa den riskfria räntan utifrån en annan längre tidsperiod än den som den rimliga avkastningen enligt regleringen ska avse (fyra år) blir det också nödvändigt att närmare analysera hur det kan gå till.

1.2.1 KI:s nioåriga scenario innebär en jämviktsränta och är inte lämpligt som utgångspunkt

Det är svårt att av förvaltningsrättens domar utläsa varför det nioåriga scenariot ska användas, annat än för att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag. Ei får intrycket att förvaltningsrättens syfte är att komma så nära ett medelvärde för den nioåriga perioden som möjligt. En användning av KI:s nioåriga scenario innebär dock inte att den riskfria räntan fastställs till ett medelvärde för den 10-åriga statsobligationen den kommande nioårsperioden. Effekten är istället att en jämviktsränta används som grund för riskfri ränta. Detta kan liknas vid den "BNP-metod" som fastställdes av kammarrätten för elnät tillsynsperioden 2012-2015 och som sedan har förkastats av förvaltningsrätten i de aktuella målen om gasföretagens intäktsramar 2015-2018 och därefter övergetts även av nätföretagen.

EY konstaterar i sitt senaste utlåtande att företagen har hävdat att ett långsiktigt perspektiv som matchar investeringens livslängd behövs för att det inte ska uppstå reinvesteringsrisk till okända räntesatser. EY förklarar sedan varför KI:s nioåriga scenario med detta resonemang som utgångspunkt är ett dåligt alternativ ([bilaga 1](#) sid. 3).

KI:s nioårsscenario över den 10-åriga räntan framstår utifrån detta kriterium som ett dåligt val av riskfri ränta, dels för att det inte är ett marknadsnoterat ränteinstrument (vilket förutsätts i CAPM), dels för att det i sig antar att hela räntekurvan förändras under prognosperioden (vilket framgår av data från KI, se appendix), och dels för att det, som konstaterats ovan, har dålig prognosförmåga.

Utgångspunkten för KI:s scenarier är inte att försöka prognosticera räntan. Det är nämligen inte möjligt att göra tillförlitliga prognoser för mer än ett par år. Detta är ett faktum som inte innefattar någon kritik mot KI. Ei har i tidigare yttranden beskrivit hur KI gör sina scenarier och vad dessa syftar till. Slutsatsen är att scenariot visar vägen till jämvikten. Detta framgår även tydligt av MP:s utlåtande, [bilaga 2](#). Vi vet dock inte om ekonomin kommer att gå mot jämvikt den kommande nioårsperioden. Ei har också tydliggjort att vissa antaganden i KI:s scenarier innebär en överskattning av räntan. Det är fel att bortse från detta. GEGAB hävdar att denna invändning endast handlar om

lingvistik. Det stämmer inte. Som Ei har förstått det har GEGAB i grunden heller ingen invändning mot att effekten av förvaltningsrättens metod blir att en jämviktsränta används. Skillnaderna i Ei:s inställning och GEGAB:s har därmed egentligen inte att göra med olika uppfattningar om hur scenariot tas fram eller vilka ord som används. Skillnaden är att GEGAB, i det rådande marknadsläget, vill ha en jämviktsränta och att Ei istället förespråkar en riskfri ränta baserad på förhållandena under tillsynsperioden. Ei menar också att KI:s nioåriga scenario även kan ifrågasättas ur ett jämviktsperspektiv, se vidare nedan.

Användningen av en jämviktsränta ger i princip samma resultat som den tidigare för elnät tillsynsperioden 2012-2015 använda s.k. BNP-metoden. Det förhållandet att vägen till jämvikten beskrivs för en tioårig statsobligation medför inte att tillvägagångssättet blir vedertaget. En av bristerna med den tidigare förespråkade BNP-metoden var att det inte är ett marknadsnoterat instrument. Samma sak gäller det nioåriga scenariot. Om avsikten trots detta är att använda en jämviktsränta bör det tydligt framgå av domarna. Det kan då också ifrågasättas om KI:s scenario för den 10-åriga statsobligationen är det bästa instrumentet för att skatta en jämviktsränta, se vidare om detta nedan.

1.2.2 KI:s scenario leder till en orimligt hög riskfri ränta oavsett perspektiv

Hur KI:s prognoser och scenarier förhåller sig till verkligt utfall och till marknadens förväntningar framgår tydligt av EY:s och MP:s utlåtanden ([bilaga 1 och 2](#)). Det är tydligt att en riskfri ränta skattad utifrån KI:s scenarier är generös mot företagen, även för tillsynsperioden. Det finns också anledning att ifrågasätta hur scenariot förhåller sig till den allt lägre realräntan. MP beskriver i sitt utlåtande de faktorer som bidragit till den allt lägre realräntan och hur det kan antas påverka den s.k. naturliga räntan (vilken vi benämnt jämviktsränta) samt hur detta förhåller sig till KI:s utgångspunkter för jämvikten, [bilaga 2](#) sid. 9 ff. MP drar följande slutsats, sid. 13.

Långsiktig global trend av fallande och för närvarande negativa realräntor har inte tagits i beaktande, utan argumentationen om förväntningshypotes och naturlig ränta beskriver världen så som den såg ut för 10-15 år sedan.

Det finns all anledning att ifrågasätta det rimliga i att använda en metod som leder till en betydligt mer "generös" ränta än den metod som Ei har använt. Utgångspunkten vid fastställande av avkastningen är trots allt att den ska vara rimlig. Lagens ordalydelse bör tillmätas betydelse vid bedömningen. Även om det inte är helt tydligt vad som avses med rimlig avkastning står det enligt Ei klart att den metod som GEGAB förespråkar leder till en orimligt hög avkastning. En sådan metod kan därför inte användas.

1.2.3 Ei:s metod har också brister

Det kan invändas att inte heller Ei:s metod är fri från de problem som beskrivits ovan, vilket till viss del är korrekt. Ei:s mål är att komma så nära räntan för den 10-åriga statsobligationen under varje år i tillsynsperioden som möjligt och att samtidigt använda en transparent metod. Detta är i linje med hur WACC vanligen beräknas. Prognoser innebär dock i sig en osäkerhet. Användningen av KI:s prognos och scenario för fyraårsperioden innebär i praktiken en förhållandevis stor risk för att den riskfria räntan

överskattas. Detta framgår vid en analys av KI:s prognos/scenarier jämfört med faktiskt utfall och vid en analys av marknadens förväntningar, se bilaga 1 och 2. Problemet blir dock mindre än vid användningen av det nioåriga scenariot.

Slutligen kan det noteras att ett flertal andra länder använder ett historiskt snitt för 10-årig statsobligation som grund för den riskfria räntan, se bilaga 3 sid. 34 ff. Det stämmer alltså inte som GEGAB påstår att Ei:s förslag på alternativ metod är "hemsnickrad". Tvärtom. Ei känner inte till någon som använder ett nioårigt scenario som grund för riskfri ränta, medan ett historiskt snitt alltså är vanligt förekommande.

2 Marknadsriskpremie

Ei vidhåller vad myndigheten tidigare har anfört angående sambandet mellan den riskfria räntan och marknadsriskpremien. EY har återigen redogjort för detta samband, se bilaga 1. Givet utgångspunkterna i övrigt i målet och metoderna för att skatta marknadsriskpremien är sambandet enkelt, på sätt som EY beskriver. Om CAPM används måste givetvis formeln för CAPM beaktas. Om grundförutsättningarna för tillämpning av CAPM ifrågasätts är det en annan fråga. Ei har dock inte uppfattat att GEGAB vill göra gällande att CAPM inte ska användas.

3 Oberoende sakkunniga

Kammarrätten har avslagit Ei:s begäran om att oberoende sakkunniga ska utses. Ei vidhåller dock sin begäran och hävdar att det är lämpligt att samma sakkunniga utses som i mål om elnätsföretagens intäktsramar 2016-2019 där Ei också har lämnat motsvarande begäran. Ei har i de målen också närmare föreslagit hur kammarrätten kan gå till väga för att hitta lämpliga sakkunniga.

Detta yttrande har beslutats av chefsjuristen Hanna Abrahamsson. Vid den slutliga handläggningen deltog också tillförordnade chefsekonomen Jens Lundgren.


Hanna Abrahamsson

Bilagor

1. Ernst & Young, Energimarknadsinspektionen: WACC för nätföretag – Perspektiv på löptidspremie och marknadsriskpremie, 8 februari 2017
2. Montell & Partners, Övergripande analys med avseende på riskfri ränta och tidsperspektivet vid beräkning av kalkylränta för elnätsverksamhet, februari 2017
3. CEER Report on Investment Conditions in European Countries, 24 januari 2017