

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.

1 Den riskfria räntan och tidsperspektivet

1.1 Det är inte vedertaget att utgå från en längre period än tillsynsperioden

Ei vidhåller att det är vedertaget att beräkna WACC utifrån en viss given tidpunkt, dvs. momentant. Det är marknadsförutsättningarna vid den tidpunkten som läggs till grund för beräkningen. Långsiktigheten och kopplingen till investeringens livslängd vid fastställande av riskfri ränta avser istället den underliggande tillgångens löptid.

WACC-beräkningen bör i största möjliga utsträckning ske på det sätt som är vedertaget vid icke-regulatoriska förhållanden. Detta framförallt för att regleringen syftar till att efterlikna icke-regulatoriska förhållanden. Post- och telestyrelsen (PTS) har på ett bra sätt beskrivit skillnaderna, såvitt avser priser och avkastning, mellan marknader med fungerande konkurrens och av PTS reglerade marknader i yttrande i Förvaltningsrätten i Stockholms mål 10447-15 (nedan Teracom-målet), se [bilaga 1](#) sid. 3-4.

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

När PTS ska fastställa WACC:en ska PTS alltså försöka efterlikna en marknadssituation med varierande avkastning.

Enligt Ei är utgångspunkterna desamma för gasnätsregleringen, dvs. regleringen ska försöka efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. Ei återkommer nedan till GEGAB:s invändning avseende skillnaderna mellan PTS-reglering och den här aktuella.

I linje med ekonomisk teori kan man förenklat beskriva att investerare fattar sina beslut baserat på gällande marknadsinformation och en jämförelse av olika investeringsalternativ vid investeringstillfället. En sådan jämförelse grundar sig ofta på en WACC-beräkning. Det är den WACC som gäller vid investeringstillfället som investeraren baserar sitt beslut på enligt ekonomisk teori. Detta gäller vid både lång- och kortsiktiga investeringar. Eftersom den aktuella kalkylräntan ska gälla under en fyraårsperiod finns det dock skäl att göra en skattning av riskfri ränta för hela den perioden. Först om kalkylräntan skulle bestämmas för en längre tidsperiod skulle det vara relevant att göra skattningen av den riskfria räntan för en längre period.

Det är redan mot bakgrund av vad som anförts ovan fel att utgå från Konjunkturinstitutets (KI) nioåriga scenario vid skattningen av den riskfria räntan. Det finns dock även fler invändningar mot denna metod, se vidare nedan.

1.2 Genomsnittet utifrån en matematisk utgångspunkt

GEGAB gör, genom hänvisning till utlåtande från Daniel Thorburn, gällande att användningen av ett genomsnitt av KI:s nioåriga scenario från en matematisk utgångspunkt ger "ett genomsnitt av räntan 5 år framåt i tiden". Det är oklart vad GEGAB vill ha sagt med detta och vad det har för betydelse i målet.

Det är också oklart vad GEGAB menar med att ett genomsnitt av KI:s nioåriga scenario ger ett genomsnitt av räntan fem år framåt i tiden. Daniel Thorburn uttrycker sig på ett annat sätt och uttalar endast att "Båda parterna och förvaltningsdomstolen tycks också vara överens om att målet är att komma nära den riskfria räntan under en längre tid framåt. Man kan då konstatera att om man tar ett medelvärde av KI:s nioåriga prognos motsvarar det i genomsnitt fem $(= (1+2+\dots+9)/2)$ år framåt i tiden."

Såvitt Ei förstår det avser utlåtandet endast själva tidsaspekten och vad som är genomsnittet/mitten av tidsperioden 2015-2023 respektive 2015-2018. Detta är knappast tvistigt, men det är heller inte relevant för frågan i målet. Ett genomsnitt av den tioåriga statsobligationsräntan, eller en prognos för denna, under nio år ger givetvis inte samma resultat som ett genomsnitt av samma ränta under fem år. Det ger inte heller samma resultat som den faktiska eller prognostiserade räntan fem år framåt i tiden.

Oavsett hur den matematiska utgångspunkten och utlåtandet avseende detta ska tolkas så är det också skrivet med felaktiga utgångspunkter. Parterna är inte överens om att syftet är att komma nära den riskfria räntan under en längre tid framåt. Ei anser att den riskfria räntan ska avse tillsynsperioden och att skattningen därför ska göras för tillsynsperioden. Med andra ord vill Ei att den riskfria räntan ska ligga nära den faktiska

tioåriga statsobligationen under tillsynsperioden. Det är därför som Ei har använt prognosen för tillsynsperioden. Långsiktigheten ligger enligt Ei i den underliggande tillgångens löptid. Om Ei hade ansett att den riskfria räntan ska avse någon annan period, eller fastställas utifrån ett s.k. jämviktsvärde hade Ei givetvis utgått från en annan period. Ei vill också tillägga att en riskfri ränta som fastställs utifrån ett jämviktsvärde inte avser någon egentlig tidsperiod.

1.3 KI:s nioåriga scenarier är inte en prognos

GEGAB och dess sakkunniga tycks ha missförstått vad syftet och utgångspunkterna för KI:s nioåriga scenarier är och därmed också Ei:s invändningar mot användning av dessa scenarier.

KI:s nioåriga scenario är inte en prognos. KI beskriver skillnaden mellan scenario och prognos på sin hemsida, se [bilaga 2](#). Informationen på KI:s hemsida har uppdaterats efter Ei:s överklagande och det är nu än mer tydligt att scenariot, till skillnad från prognosen, inte syftar till att beskriva den mest troliga utvecklingen. GEGAB:s påstående att informationen på KI:s hemsida inte avser KI:s prognoser och scenarier avseende tioåriga statsobligationer är direkt felaktigt. KI gör prognoser och scenarier för olika räntor, däribland tioåriga statsobligationer, och informationen avser alla dessa prognoser och scenarier. Det kan tilläggas att Ei har varit i kontakt med KI för att bilda sig en så korrekt bild som möjligt av KI:s arbete med prognoser och scenarier och hur dessa lämpar sig för användning i regleringen. Ei har också i målet i förvaltningsrätten gett in ett svar från KI på frågor från Ei, se bilaga 1 till yttrande den 7 december 2015. KI:s prognoschef beskriver där hur KI jobbar med dessa frågor. Även av denna skrivelse framgår skillnaden mellan en prognos och ett scenario. Det råder alltså ingen tvekan om att informationen på KI:s hemsida som Ei hänvisar till avser de nioåriga scenarier som förvaltningsrätten har använt som underlag för skattning av riskfri ränta.

KI:s scenarier bygger på vissa antaganden, t.ex. att ekonomin alltid strävar mot en långsiktig teoretisk jämvikt, som inte stämmer överens med det historiska utfallet. Dessa antaganden medför att scenariot historiskt, liksom för den aktuella tillsynsperioden, visar en högre tioårig statsobligationsränta än den faktiska. Ernst & Young (EY) har på uppdrag av Ei i målen om elnätsföretagens intäktsramar 2016-2019 jämfört KI:s prognoser och scenarier med faktiskt utfall, se [bilaga 3](#).

EY:s genomgång visar att redan användningen av KI:s prognoser och scenarier för tillsynsperioden, såsom Ei har gjort, kan antas vara en i förhållande till gasnätsföretagen generös metod för skattning av den riskfria räntan. Detta blir än mer tydligt vid en jämförelse med marknadens förväntningar på utvecklingen av statsobligationsräntan. EY har analyserat detta och funnit att marknaden i mars 2015 inte trodde att den tioåriga statsobligationsräntan kommer att överstiga 1,4 procent under överskådlig framtid.

Om en kalkylränta bestäms utifrån långsiktiga scenarier betyder det att kalkylräntan inte kommer att spegla de vid var tid gällande faktiska avkastningskraven. Det är också högst sannolikt att den inte heller kommer att spegla avkastningen ens för den period som

scenariot avsett. Resultatet är att den avkastning som erbjuds inom gasnätsektorn i de flesta fall kommer att gå i otakt med ekonomin i övrigt. Det är helt enkelt inte möjligt att göra några tillförlitliga prognoser för avkastningskraven för mer än ett par år framöver. De antaganden som ligger till grund för KI:s nioåriga scenario är också sådana att det finns goda skäl att anta att skattningen av den riskfria räntan blir för hög, i vart fall för den aktuella nioårsperioden. Detta framgår också tydligt av informationen på KI:s hemsida. KI skriver således att det är "sannolikt att såväl BNP, sysselsättning, inflation som räntor blir något lägre jämfört med Konjunkturinstitutets scenario."

Ei:s kritik avser inte KI:s förmåga att göra nioåriga scenarier utan användningen av dessa som underlag för riskfri ränta i regleringen av intäktsramar. Scenarierna är inte avsedda att användas för detta ändamål och det är därför av vikt att analysera hur scenarierna har tagits fram och vad det innebär innan de används i regleringen. Ei menar att det är rimligt att använda KI:s prognos för de kommande två åren och scenariot för de därpå följande två åren för att bedöma en rimlig riskfri ränta för tillsynsperioden. Detta kan visserligen leda till att den riskfria räntan överskattas något, men det går inte att undvika vissa avvikelser från det faktiska utfallet i en förhandsreglering. Den av Ei använda metoden är förutsägbar och repetitiv. En användning av ett nioårigt medelvärde som bygger på antagandet att ekonomin strävar mot långsiktig jämvikt, kan däremot antas leda till alltför stora avvikelser från faktiskt utfall och är heller inte förenligt med vedertagen WACC-metod, där bedömningen bygger på förutsättningarna vid en viss tidpunkt enligt ovan.

1.4 Det är inte orimligt att använda historiskt utfall

Som Ei förstår det vill GEGAB göra gällande att det finns skillnader i PTS reglering av telekommarknaden och den här aktuella regleringen som gör att den riskfria räntan inte bör fastställas på samma sätt. Detta stämmer inte. De skillnader som finns (för det finns skillnader) mellan den här aktuella regleringen och PTS reglering av telekommarknaden har inte någon bäring på metoderna för fastställande riskfri ränta i en WACC-beräkning. Det saknas objektiva skäl att använda olika metoder vid fastställande av riskfri ränta i de olika regleringarna. Det är en annan sak att myndigheterna har gjort olika bedömningar av vilken metod som är lämpligast.

De förhållanden som är av betydelse för metoden för fastställande av den riskfria räntan är desamma i regleringen av telekombranschen som här. WACC fastställs i båda regleringarna i förväg för en flerårig period och investeringarnas livslängd överstiger tio år. De omständigheter som GEGAB pekar på kan möjligen få betydelse för utfallet, men saknar egentlig betydelse för vilken metod som ska användas.

Användningen av prognoser och historiskt utfall är inte heller mer "hemsnickrat" än användningen av KI:s nioåriga scenarier. Ei känner inte till någon annan aktör som använder KI:s nioåriga scenarier vid skattningen av riskfri ränta i en WACC-beräkning.

När det gäller GEGAB:s påståenden om avsaknad av vetenskapligt stöd vad gäller vad som stämmer bäst överens med verkligheten, KI:s scenarier eller historien, hänvisar Ei till

vad som anförts ovan angående utgångspunkterna för KI:s scenarier och EY:s genomgång i bilaga 3. Historien representerar dessutom, till skillnad från scenarier, alltid en verklighet som har varit och som är relevant för delar av de aktuella investeringarna.

2 Marknadsriskpremien

Ei vidhåller att det är viktigt att beakta sambandet mellan marknadsriskpremien och den riskfria räntan. Sambandet, som följer direkt av formeln för CAPM, innebär att en ändring av endast den riskfria räntan, med nödvändighet medför att även marknadsriskpremien ska ändras. Förvaltningsrätten nämner inte detta samband i sin dom, utan konstaterar endast att det inte torde vara några problem att använda den av Ei fastställda marknadsriskpremien eftersom tioåriga statsobligationer läggs till grund för den riskfria räntan. Detta innebär inte att sambandet mellan parametrarna har beaktats.

Frågan om bedömningen av marknadsriskpremien visar på svårigheterna med att vid en användning av WACC, göra skattningen av den riskfria räntan för en mycket lång tidsperiod. WACC beräknas normalt för ett nuläge, dvs. vid en viss tidpunkt ("momentant"), oavsett investeringarnas livslängd, se ovan. Ju större avsteg som görs från det vedertagna sättet att beräkna WACC desto större blir problemen.

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


Hanna Abrahamsson

Bilagor

1. Post- och telestyrelsens yttrande den 20 november 2015 i Förvaltningsrätten i Stockholms mål nr 10447-15
2. Skillnad mellan scenario och prognos, utdrag från Konjunkturinstitutets hemsida
3. WACC för elnätsföretag för tillsynsperioden 2016-2019, Kommentarer till yttranden från elnätsföretagen, Ernst & Young, 25 augusti 2016