

Kammarrätten i Jönköping
Box 2203
550 02 Jönköping

YTTRANDE i mål nr 427-16 och 428-16

Energimarknadsinspektionen ./ Swedegas AB et v.v.

Som ombud för Energimarknadsinspektionen ("Ei") får vi i anledning av kammarrättens förelägganden (aktbilaga 48 respektive aktbilaga 44) anföra följande i anledning av yttrandena från Swedegas AB ("Swedegas") i de båda målen.

Ei har låtit inhämta sakkunnigutlåtanden från Ernst & Young ("EY"), **bilaga 1**¹, respektive Montell Partners ("MP") gällande vissa delfrågor, **bilaga 2**².

Ei begär vidare att kammarrätten ska ompröva sitt beslut gällande utseende av oberoende sakkunniga.

1 INSTÄLLNING

1.1 Ei bestrider alltjämt Swedegas yrkanden och vidhåller sina egna ändringsyrkanden.

2 BAKGRUND

2.1 Oenighet råder mellan Ei och Swedegas om kalkylräntans storlek och vilken reglermässig avskrivningstid som ska användas vid fastställande av intäktsramarna. Swedegas beskrivning av parternas ståndpunkter och vad som är avgörande för skillnaderna mellan dessa är i sig sakliga och korrekta.

2.2 Det bör noteras att domar meddelats den 14 december 2016 i Förvaltningsrätten i Linköping angående elnätsföretagens intäktsramar för 2016-2019 ("elnätsmålen"). Domarna har överklagats av Ei. Metoderna för att fastställa intäktsramarna för gas- och elnät bör enligt Ei vara desamma. I elnätsmålen har frågan om löptidspremie behandlats i förvaltningsrätten vilket inte skedde såvitt avser nu aktuella mål. Det

¹ "WACC för nätföretag – Perspektiv på löptidspremie och marknadsriskpremie", den 8 februari 2017

² "Övergripande analys med avseende på riskfri ränta och tidsperspektivet vid beräkning av kalkylränta för elnätsverksamhet", Februari 2017

finns även anledning att ytterligare bemöta frågan om tidsperspektivet, särskilt utifrån förvaltningsrättens domar i elnätsmålen.

3 KALKYLRÄNTA

3.1 Tidsperspektivet

- 3.1.1 En fråga som ännu inte fått sitt slutgiltiga svar i de mål som hittills avdömts är i vilken mån förvaltningsrätten menar att metoden ska ta hänsyn till ett s.k. jämviktsläge i ekonomin. Detta har stor betydelse för bl.a. frågan om tidsperspektivet.
- 3.1.2 Mellan parterna råder, såvitt Ei uppfattat det, enighet om att WACC-metoden är det vedertagna sättet, men även det mest lämpliga sättet, att fastställa kalkylräntan. Förvaltningsrätten har uttryckt samma uppfattning. Enighet råder även om vikten av att metoderna för att fastställa de enskilda parametervärden som ingår som beståndsdelar i WACC-metoden ska syfta till att skapa stabila och långsiktiga villkor för naturgasföretagen och deras kunder. En viktig utgångspunkt för Ei har varit att använda metoder som är repetitiva, förutsägbara och transparenta. Sådana metoder skapar stabila och långsiktiga villkor. Detta är dock inte detsamma som att enskilda parametervärden ska vara i det närmaste oförändrade mellan tillsynsperioderna. Användningen av en s.k. jämviktsränta leder till ett sådant resultat. En WACC-beräkning bygger i sin metod i hög grad på en momentan bedömning av de ingående parametervärdena. Det är därför inte enligt Ei förenligt med WACC-metoden att anlägga ett tidsperspektiv som är så långsiktigt att enskilda parametervärden i praktiken blir oföränderliga.
- 3.2 Ei anser inte att enskilda parametervärden i en WACC-beräkning ska beräknas utifrån metoder som innebär att enskilda värden läggs fast för långa tider utan nödvändig hänsyn till konjunkturen och marknadsförutsättningar. Det är enligt Ei inte förenligt med regleringens syften att fastställa enskilda parametervärden på sådant sätt att gasnätsföretagen tillåts leva i en annan ekonomisk verklighet än andra svenska konkurrensutsatta företag.
- 3.3 Det saknas vidare stöd för användande av s.k. normaliserad ränta (även kallad jämviktsränta) i högre utsträckning än vad som ges genom användande av prognoser och scenarier för statsobligationers utveckling *under tillsynsperioden*. Det framgår av Swedegas yttrande³ att Swedegas i motsats till Ei anser att ett långsiktigt perspektiv ska syfta till att fastställa en *normaliserad* kalkylränta utifrån en ekonomi i jämvikt. Som anförts i inledningen av detta avsnitt är det för Ei oklart vilket ställningstagande, om något, som förvaltningsrätten gjort i denna fråga. Ei menar att ett långsiktigt perspektiv inte behöver innebära att normaliserad kalkylränta ska vara utgångspunkten. Tvärtom måste parametervärdena tillåtas att

³ Aktbilaga 40 avsnitt 15.

variera från en tillsynsperiod till en annan för att därigenom spegla faktiska avkastningskrav i rådande ekonomisk konjunktur.

3.4 Ei vidhåller att Post- och Telestyrelsens reglering av telekommarknaden är lämplig som jämförelse med Ei:s reglering av el- och gasnätmarknaden⁴. Regleringarna och deras syften uppvisar stora likheter. Ei är naturligtvis även medveten om att det finns skillnader men dessa skillnader har ingen inverkan på utgångspunkterna eller metoderna för beräkning av kalkylräntan med användning av WACC-metoden.

3.5 Riskfri ränta

3.5.1 Swedegas påstår att syftet med den riskfria räntan i regleringen skulle vara att fastställa en *normaliserad* kalkylränta utifrån en ekonomi i jämvikt. Detta är ett felaktigt påstående. Det är inte vedertaget att som i ett led i WACC-beräkningen använda sig av en s.k. jämviktsränta. Förvaltningsrätten förkastade den av Swedegas anförda s.k. BNP-metoden, dvs. användande av en *normaliserad riskfri ränta* som skulle vara oförändrad mellan tillsynsperioderna. Vidare delade förvaltningsrätten Ei:s uppfattning att den riskfria räntan skulle skattas utifrån en prognos för avkastningen på svenska tioåriga statsobligationer.

3.5.2 Ei har i förvaltningsrätten förespråkade användning av Konjunkturinstitutets ("KI") prognoser och scenarier för utvecklingen av tioåriga statsobligationer *under tillsynsperioden*. Förvaltningsrätten ansåg att det fyraåriga tidsperspektivet skulle kunna innebära alltför stora variationer mellan tillsynsperioderna och valde istället att använda KI:s nioåriga scenario för samma värdepappers utveckling. Förvaltningsrätten har i sina avgöranden, såväl i dessa mål som i de domar som meddelats gällande elnäten för tillsynsperioden 2016-2019, fäst avgörande vikt vid att kammarrätten i tidigare domar om elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015 uttalat att investeringar i näten har en mycket lång investeringshorisont. En sådan tidshorisont krävde enligt kammarrätten att nivån på avkastningen kunde bedömas på längre sikt med viss förutsägbarhet. Det angavs även att utredningen *i de målen* gav stöd för att en stabil kalkylränta skulle ha positiv effekt på elnätsföretagens vilja och förmåga att göra de investeringar som krävs. Men kammarrätten uttalade samtidigt att vedertagna metoder ska användas för fastställande av de olika parametrarna.

3.5.3 En sådan vedertagen metod är WACC-metoden. Vid fastställande av parametern riskfri ränta i WACC-metoden är det vedertaget och i enlighet med teorin att göra beräkningen vid en given tidpunkt (momentant). Detta gäller även för långsiktiga investeringar. Detta är parternas olika sakkunniga eniga om, bl.a. har PWC framhållit att WACC vanligen beräknas vid en specifik tidpunkt och det är vid denna tidpunkt gällande marknadsförutsättningar som speglas i WACC-beräkningen⁵.

⁴ I sammanhanget bör nämnas att "maskningen" av PTS inlaga (bilaga 1 till Ei:s yttrande av den 30 september 2016) har gjorts av PTS i samband med att Ei erhöll materialet. Ei har inte själva vidtagit någon åtgärd med det exemplar som inlämnats till kammarrätten.

⁵ PWC, Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet, 27 maj 2016 (sid. 4).

- 3.5.4 Det har enligt Ei inte i utredningen i något mål framkommit något som talar för att just investeringar i nätverksamhet förutsätter en sorts stabilitet och förutsägbarhet som andra mycket långsiktiga investeringar inte kräver. Det ska också noteras att den riskfria räntan inte heller i tidigare efterhandsregleringar av nätverksamhet har fastställts utifrån någon annan tidsperiod än den vid var tidpunkt aktuella tillsynsperioden.
- 3.5.5 Ei ifrågasätter förvaltningsrättens slutsats att den av Ei förespråkade metoden för att fastställa riskfri ränta kan antas medföra att intäktsramarna kan komma att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna. Frågan som Ei finner obesvarad är vad förvaltningsrätten avser med "kraftigt" och hur domstolen har kommit till den slutsatsen.
- 3.5.6 Ei har aldrig ifrågasatt att investeringar i gasnät är långsiktiga. Långsiktigheten beaktas dock, enligt vedertagen metod för beräkning av WACC, genom den underliggande tillgångens löptid.
- 3.5.7 Ei vidhåller även vad som tidigare anförts om skälen till att KI:s scenarier för längre tidsperioder än tillsynsperioden inte är lämpliga att använda vid fastställande av riskfri ränta. En användning av KI:s nioåriga scenario innebär inte att den riskfria räntan fastställs till ett prognosticerat medelvärde för den 10-åriga statsobligationen den kommande nioårsperioden. Utgångspunkten för KI:s scenarier är nämligen inte att försöka prognosticera räntan för denna långa tidsperiod. KI har själva angett att det nioåriga scenariot inte ens på mer än några få års sikt gör anspråk på att vara en trolig utveckling av den riskfria räntan. Att som förvaltningsrätten använda sig av KI:s långa scenario som om det vore en trolig utveckling är därför en olämplig metod.
- 3.5.8 KI:s nioåriga scenario bygger på ett antal förenklade antaganden. Ett av dessa är strävan mot ett s.k. jämviktsläge i ekonomin. Det saknas utredning som visar att ekonomin kommer att gå mot jämvikt den kommande nioårsperioden. KI:s scenarier innebär utifrån de teoretiska antaganden som görs en överskattning av den riskfria räntan. Detta framgår även av KI:s egna uppgifter⁶. Hur KI:s prognoser och scenarier förhåller sig till verkligt utfall framgår av Ei:s tidigare inlagor och ingivna utlåtanden. Det sätt på vilket strävan mot en teoretisk jämviktsränta påverkar den riskfria räntans storlek i den av förvaltningsrätten anvisade metoden ger i princip samma resultat som den av Swedegas förespråkade, och av förvaltningsrätten förkastade, s.k. BNP-metoden. En av bristerna med BNP-metoden var att det inte är ett marknadsnoterat instrument. Samma sak gäller det nioåriga scenariot. Med förvaltningsrättens anvisade metod tillåts en teoretisk strävan mot ett jämviktsläge i ekonomin få en alltför stor påverkan på parametervärdet riskfri ränta. Det måste även beaktas att det saknas utredning som visar att ekonomin kommer att gå mot ett jämviktsläge under den kommande nioårsperioden. Dessutom finns stöd för en

⁶ KI, Långsiktiga prognoser (utdrag från KI:s hemsida den 17 februari 2016), se bilaga 1 till Ei:s överklagande.

global trend med fallande realräntor vilket kan ge helt nya nivåer på jämviktsläge än det KI utgått ifrån, jfr nedan avsnitt 3.5.15

- 3.5.9 Det har hävdats att ett långsiktigt perspektiv som motsvarar investeringens livslängd behövs för att det inte ska uppstå reinvesteringsrisk till okända räntesatser. EY konstaterar att utifrån ett sådant resonemang är användandet av KI:s nioåriga scenario ett dåligt alternativ.

”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.”⁷

- 3.5.10 Den metod som Ei förespråkar speglar den, vid tidpunkten för Ei:s beslut, *troliga* utvecklingen av den riskfria räntan för de två första åren i tillsynsperioden och för de efterföljande två åren utifrån teoretiska antaganden. Detta ger en för gasnätsföretagen generös nivå på den riskfria räntan för tillsynsperioden. Därigenom tas även hänsyn till den förutsägbarhet som företagen har behov av för sina investeringsbeslut.

- 3.5.11 Påståendet, som även återkommer i förvaltningsrättens resonemang, om den direkta kopplingen mellan intresset av långsiktiga investeringar och den riskfria räntan är kraftigt förenklat. Intäktsramarna fastställs för en period om fyra år, vilket innebär att den garanterade avkastningen uppdateras vart fjärde år innefattande en riskfri realränta och riskpremie. Förändringar på marknaden och i omvärlden som påverkar nivåerna hanteras inför kommande fyraåriga tillsynsperiod. Detta kan inte jämföras med andra långsiktiga investeringar.

- 3.5.12 Vidare är det av avgörande vikt för en investerare att investeringen är värdesäkrad. Detta uppnås enligt EY bäst med den metod som Ei förespråkar.

”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 marknadens avkastningskrav förändras, medan en fast avkastning skapar fluktuationer och osäkerhet beträffande investeringens värde.”⁸

/.../

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.”⁹

⁷ EY (sid 3).

⁸ EY (sid 4)

⁹ EY (sid 5)

- 3.5.13 Även MP analyserar i sitt utlåtande betydelsen av att den garanterade avkastningen uppdateras vart fjärde år.

”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 marknadslik 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.”¹⁰

- 3.5.14 Om en riskfri ränta bestäms på ett sätt som gör att teoretiska antaganden - som inte speglar en trolig utveckling - får alltför stort utrymme riskerar gasnätetsföretagens avkastning således att ”gå i otakt” med ekonomin i övrigt under tillsynsperioden. Det leder till att avkastningen blir orimligt hög under lågränteperioder men även orimligt låg under eventuellt kommande högränteperioder. Ei ifrågasätter inte att en s.k. jämviktsränta i en lågräntesituation gynnar investeringar. Avsikten med regleringen är dock inte att gynna alla investeringar, utan rätt investeringar till rätt pris. I ett annat, högre, ränteläge än det nu aktuella kommer investeringar inte att gynnas om jämviktsränta tillåts vara styrande. Det finns en överhängande risk att företagen i ett sådant ekonomiskt läge inte kommer anse att investeringar kan göras till en då förhållandevis låg ränta. Detta eftersom företagens verklighet inte stämmer överens med utgångspunkterna för den metod som företagen nu förespråkar. Ei utgår ifrån att det senare inte är önskvärt för Swedegas och deras vilja att investera i verksamheten. Det finns därmed flera faktorer som talar för att förvaltningsrättens metod att bestämma avkastningen medför att kunderna även på lång sikt får oskäligt höga nätavgifter och företagen orimligt hög avkastning.

- 3.5.15 Att KI:s scenarier utifrån de teoretiska antaganden som görs innebär en överskattning av den riskfria räntan jämfört med det verkliga utfallet och marknadens förväntningar är tydligt. Även den metod som förespråkas av Ei är generös mot nätföretagen. Det finns också anledning att ifrågasätta hur Ki:s scenarier förhåller sig till den allt lägre realräntan. MP har i sitt utlåtande jämfört de faktorer som bidrar till en allt lägre realränta med KI:s teoretiska antaganden samt hur detta kan antas påverka nivån på den s.k. naturliga räntan (av Ei benämnt jämviktsräntan).¹¹

”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.”¹²

¹⁰ MP (sid 9)

¹¹ MP (sid 9ff)

¹² MP (sid 13)

- 3.5.16 Det finns därmed all anledning att ifrågasätta det rimliga i att använda en metod som leder till en väsentligt "generösare" riskfri ränta än den som Ei:s metod leder till. Utgångspunkten enligt lagens ordalydelse vid fastställande av avkastningen är trots allt att avkastningen ska vara *rimlig* vilket måste 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 Swedegas förespråkar leder till en orimligt hög avkastning. En sådan metod kan därför inte användas. Problemet blir inte mindre av att den riskfria räntan höjs ytterligare genom en löptidspremie eller tillägg för en löptidsdifferens, se nedan avsnitt 3.6.
- 3.5.17 Om kammarrätten anser att det är nödvändigt med ett längre tidsperspektiv än det fyraåriga, motsvarande tillsynsperioden, är det istället möjligt att göra en jämförelse med den svenska 30-åriga statsobligationen med 24-års återstående löptid.¹³ EY konstaterar att räntan på denna var 0,88 procent den 27 mars 2015. Det är således möjligt att med säkerhet ange vad den riskfria räntan är under denna obligations återstående löptid. Detta värde inbegriper även reinvesteringsrisk utifrån förutsättningarna för CAPM (Capital Asset Pricing Model). EY:s jämförelse i denna del visar även den på det orimliga i att använda KI:s nioåriga scenario för att fastställa den riskfria räntan.
- 3.5.18 Om det anses nödvändigt att fastställa den riskfria räntan utifrån en annan tidsperiod än tillsynsperioden – den period under vilken avkastningen ska vara rimlig – blir det nödvändigt att närmare analysera tillvägagångssättet.
- 3.5.19 Den av Ei förespråkade metoden är inte heller den fri från de problem som beskrivits ovan. Ei:s mål har dock varit att försöka finna ett värde så nära den förväntade riskfria räntan för den tioåriga statsobligationen under varje år i tillsynsperioden som möjligt och att samtidigt använda en transparent metod. Detta i linje med hur den riskfria räntan i WACC-metoden vanligen uppskattas. Framåtriktade prognoser innebär i sig en osäkerhet. Användningen av KI:s prognos och scenario för tillsynsperioden innebär i praktiken en förhållandevis stor risk för att den riskfria räntan överskattas (till förmån för nätföretagen). Ei menar att detta tydligt framgår av de analyser som utförts av EY och MP gällande KI:s prognoser och scenarier jämfört med faktiskt utfall samt marknadens förväntningar på utvecklingen. Överskattningen blir dock mindre än med användande av det nioåriga scenariot.
- 3.5.20 Avslutningsvis bör det noteras att det utav en rapport¹⁴ från CEER (Council of European Energy Regulators) framgår att ett flertal andra länder använder ett historiskt genomsnitt för 10-åriga statsobligationer som utgångspunkt vid bestämmande av den riskfria räntan, se **bilaga 3**. Det finns naturligtvis svårigheter

¹³ EY (sid 4)

¹⁴ CEER Report on Investment Conditions in European Countries, 24 January 2017 (sid 34ff).

med att jämföra olika länders regleringar men rapporten visar dock på vad som kan anses vedertaget vid fastställande av riskfri ränta.

3.6 Löptidspremie

- 3.6.1 Frågan om löptidspremie (eller tillägg för en löptidsdifferens) var inte uppe till bedömning i förvaltningsrätten gällande gasnätsregleringen. Ei vidhåller att det saknas skäl för en löptidspremie på den riskfria räntan. Likaledes saknas skäl att addera en löptidsdifferens på den riskfria räntans nivå utifrån skillnaden i ränta mellan en 10-årig och en 30-årig statsobligation på sätt som skett i de nyligen avdömda elnätsmålen.¹⁵
- 3.6.2 Förvaltningsrätten har i elnätsmålen inte använt sig av begreppet löptidspremie utan enkom konstaterat att utredningen visat att "...det finns en *löptidsdifferens*¹⁶ mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer och att räntan för 30-åriga statsobligationer är högre.". Ei har aldrig ifrågasatt detta förhållande. Frågan är dock om det utifrån en sådan iakttagelse är förenligt med metoden i övrigt att göra ett tillägg för detta. Ei vidhåller att det vid en WACC-beräkning och när den riskfria räntan ska fastställas i en sådan är vedertaget att utgå ifrån 10-åriga statsobligationer, utan tillägg av löptidspremie (eller löptidsdifferens), även vid längre investeringar. Detta gäller såväl i Sverige som i andra länder och såväl på konkurrensutsatta marknader som på reglerade.¹⁷
- 3.6.3 Vare sig av utredningen i nu aktuella mål eller av utredningen i elnätsmålen framgår någon repetitiv, förutsägbar och transparent metod för att fastställa en framåtblickande löptidspremie. Det räcker enligt Ei inte med att konstatera att det historiskt sätt funnits en löptidsdifferens mellan långa och korta statsobligationer. En metod för att fastställa värdet inom metoden måste presenteras.
- 3.6.4 Ei vidhåller att argumentationen gällande tillägg av en löptidspremie är en del i Swedegas önskan att påverka den riskfria räntan i höjande riktning efter det att förvaltningsrätten förkastat BNP-metoden. Att både använda KI:s nioåriga scenario för tioåriga statsobligationer och en löptidspremie innebär att den riskfria räntan klart överskattas i förhållande till att använda en prognos för den riskfria räntan för tillsynsperioden. En sådan överskattning är inte förenlig med regleringen och dess syfte. På sätt som framgår av Riksgäldens undersökning¹⁸ saknas i dagens ekonomisk läge i realiteten löptidspremier mellan korta och långa räntor, *"...löptidspremier har fallit över tiden för att nu ligga nära eller under noll."* Detta förhållande kan enligt Riksgälden förväntas bestå för en relativt lång tid.

¹⁵ Jfr förvaltningsrättens domskäl gällande löptidsdifferens i domar gällande elnätsmålen av den 14 december 2016 (bl.a. 4712-15, sid. 43f)

¹⁶ (Vår kursivering).

¹⁷ Jfr not 14 ovan.

¹⁸ Bilaga 4 till Ei:s yttrande i målen den 30 september 2016.

- 3.6.5 I det fall en löptidspremie eller tillägg för en löptidsdifferens ens övervägs är det centralt att beakta vilka risker som kan ge upphov till sådana. Eventuella skillnader i nivån mellan långa och korta räntor beror på förväntningar om framtida räntor och en eventuell löptidspremie. Den historiska löptidsdifferensen kan alltså förklaras såväl av förväntningar på framtida räntor som av risker som förknippas med en längre löptid (premie). Det inte möjligt att med någon säkerhet veta vad som motiverar den historiska skillnaden mellan 10- och 30-åriga statsobligationer. Det finns ett flertal ekonomiska teorier kring detta. Det ska även noteras att de utredningar som åberopas av Swedegas innehåller jämförelser med utländska obligationer då det endast finns en svensk 30-årig statsobligation att jämföra med. Detta är naturligtvis ytterligare en osäkerhet.
- 3.6.6 I de fall någon löptidspremie inte finns beror således en löptidsdifferens enbart på förväntningar om högre (korta) räntor i framtiden. Mot denna bakgrund bör frågan ställas om det finns skäl att ge gasnätsföretagen kompensation för sådana förväntningar. Detta eftersom den regulatoriska avkastningen uppdateras vart fjärde år varvid förändringar i det allmänna ränteläget beaktas. Ei anser därför inte att det är korrekt att ge nätföretagen ersättning för eventuellt högre (korta) räntor i framtiden genom ett särskilt tillägg. Detta i synnerhet som förväntningar om högre räntor i framtiden ingår i den 10-åriga statsobligationen.
- 3.6.7 En löptidspremie hanterar även en inflationsrisk samt risk för en högre realränta. Någon inflationsriskpremie kan dock inte bli aktuell eftersom tillgångarna (kapitalbasen) som avkastningen beräknas på är inflationsstabiliserade, kalkylräntan är real och intäktsramen räknas upp med inflationen. Dessa förhållanden har redan uppmärksamats av KI i tomträttsavgäldsutredningen där KI anförde att det borde övervägas att vid bedömningen av avgäldsrentan bortse från inflationsriskpremien för nominella obligationer.¹⁹ Den del av löptidspremien som eventuellt kan härledas till risk för högre realränta är inte heller relevant eftersom kalkylräntan uppdateras vart fjärde år.
- 3.6.8 EY har i sitt utlåtande beskrivit situationen på följande sätt:

”De nuvarande regleringen innebär att den regulatoriska kalkylräntan är real och uppdateras inför varje tillsynsperiod, dvs. vart fjärde år. Eftersom kalkylräntan är real och företagen får sin intäktsram uppräknad med inflationen finns således inget behov av att kalkylräntan ska ersätta inflationsrisk. Vidare, eftersom kalkylräntan uppdateras vart fjärde år, är realränterisken begränsad till fyra år – alltså till och med en kortare period än vad som är inprisat i 10-årsräntan. Därtill kommer kalkylräntan under nästa tillsynsperiod att bygga på de förväntade korträntor som idag (eventuellt) reflekteras i en observerad löptidsdifferens och således finns inget behov att kompensera för detta i förväg.

/.../

Om de regulatoriska aspekterna ska vägas in i kalkylräntans parametrar bör alltså inte någon löptidsdifferens adderas eftersom regleringen i praktiken ändå ersätter denna differens i förväg vad avser marknadsförväntningar, inflationsrisk och realränterisk.”²⁰

¹⁹ Konjunkturinstitutet ”Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv”, den 16 maj 2012 (bilaga 3 till SOU 2012:71)

²⁰ EY (sid 5f)

- 3.6.9 Den helt avgörande frågan gällande möjligheterna att ens överväga en löptidspremie eller tillägg av en löptidsdifferens är alldeles oavsett hur en metod för fastställande av sådana skulle kunna göras tydlig, transparent och repetitiv. Det är ostridigt att det *historiskt* varit så att räntan för längre statsobligationspapper varit högre än för kortare, dvs. att det har funnits en löptidsdifferens. Metoderna för att fastställa intäktsramar för gasnätsverksamhet måste dock under alla omständigheter vara konsekventa, dvs. tidsperspektivet på en eventuell löptidspremie eller löptidsdifferens måste vara detsamma som för metoden att fastställa den riskfria räntan i övrigt oavsett om det är fyra år eller nio år. Det saknas överhuvudtaget några objektiva prognoser för en *framtida* löptidsdifferens mellan korta och långa statsobligationer. Riksgälden har enligt ovan tvärtom ansett att den troliga utvecklingen är att löptidspremier saknas mellan långa och korta statspapper, i vart fall för en överskådlig framtid. Ett adderande av ett sådant tillägg för skillnader i löptid kan därför endast göras skönsmässigt eller utifrån enkom historiska värden. Detta är enligt Ei inte förenligt med metoden i övrigt.
- 3.6.10 Det är för Ei oklart om Swedegas menar att ett fastställt värde på en löptidspremie ska ligga fast över lång tid eller om det kan ändras och i så fall under vilka förutsättningar. Detsamma gäller tillägget för en löptidsdifferens som förvaltningsrätten fastställt i elnätsmålen. Vilka metoder som ska användas för att fastställa tilläggen är inte tydliga. De är därmed inte repetitiva. Det går inte att utläsa om det i elnätsmålen fastställda värdet om 0,3 procent kan antas vara medelvärdet för differensen mellan 10- och 30-åriga statsobligationer under den nioåriga tidsperiod som använts för att fastställa den riskfria räntan i övrigt, eller att det är en differens som kan antas gälla vid jämvikt i ekonomin. För det fall kammarrätten skulle överväga en liknande lösning gällande gasnätsregleringen behöver svar på dessa frågor lämnas. Utan svar som ger möjlighet att repetera bedömningen kan den inte användas i metoden.
- 3.7 **Marknadsriskpremien**
- 3.7.1 Ei vidhåller att det finns ett direkt samband mellan de två parametrarna riskfri ränta och marknadsriskpremie. Sambandet måste beaktas. En ändring av den riskfria räntan påverkar med nödvändighet marknadsriskpremiens storlek. Detta följer av formeln i CAPM.
- 3.7.2 Swedegas påstår att det som anförs av Ei i denna del endast är ett "förenklat matematisk samband". Ei menar att om WACC-metoden, vari CAPM ingår, ska användas på ett vedertaget sätt måste sambanden beaktas. Allt annat vore felaktigt.
- 3.7.3 I målen har sedan avgörandet i förvaltningsrätten tillkommit frågan om att addera en löptidspremie eller ett tillägg av en löptidsdifferens på den riskfria räntan. Mot denna bakgrund har EY ånyo redogjort för sambandet och på vilket sätt ett sådant tillägg påverkar marknadsriskpremien.²¹ Slutsatsen blir att vid en given tidpunkt och

²¹ EY (sid 6)

ett givet antagande om marknadsavkastning så är parametrarna riskfri ränta och marknadsriskpremie "kommunicerande kärn". Eftersom Ei:s bedömning av den totala aktiemarknadsavkastningen inte påverkas av vilken riskfri ränta marknadsriskpremien ställs i förhållande till, så ska marknadsriskpremien justeras ned (eller upp) med lika mycket som den riskfria räntan justeras upp (eller ned) i förhållande till Ei:s ursprungligen beslutade parametrar. Ett tillägg för en löptidspremie eller en löptidsdifferens medför därmed en motsvarande minskning av marknadsriskpremien.

3.7.4 Under alla omständigheter ifrågasätter Ei möjligheten att göra en vedertagen beräkning av marknadsriskpremien vid frångående av vedertagen beräkningen av övriga parametrar i WACC-metoden på det sätt som förvaltningsrätten gjort i nu aktuella mål och än mer i elnätsmålen genom tillägget av en löptidsdifferens. Om det däremot är så att metoderna ska frångås och en normaliserad riskfri ränta (jämviktsränta) ska uppskattas kan enligt Ei även marknadsriskpremien uppskattas till en normaliserad nivå. Ei anser dock att en sådan metod vare sig är lämplig eller vedertagen.

3.8 Särskild riskpremie

3.8.1 Swedegas påstår att Ei "...vid bedömningen av naturgasföretagens regulatoriska avkastning [ska] bortse från naturgasföretagens eventuella diversifiering och investeringar i andra tillgångar för att sprida riskerna."²². Swedegas hänvisar som stöd för sin uppfattning att enligt 6 kap. 12 § naturgaslagen ska "...avkastningen [] beräknas på den regulatoriska kapitalbasen...". Hänvisningen är missvisande i sig. 6 kap 12 § naturgaslagen behandlar överhuvudtaget inte metoderna för att beräkna hur avkastningen ska beräknas, dvs. metoderna för att fastställa kalkylräntan. Det finns enligt Ei inget förbud i naturgaslagen, vare sig i 6 kap 12 § eller någon annanstans, att använda CAPM som en del av WACC-metoden.

3.8.2 Ei vidhåller att ett tillägg om ytterligare 0,5 procent utöver den särskilda riskpremie om 1,5 procent som Ei redan beslutat om skulle leda till att kalkylräntan för gasnätsföretagen överskattas och avkastningen därigenom blir orimligt hög.

3.9 Kreditriskpremie

3.9.1 Swedegas återkommer i sitt senaste yttrande i de delar som avser kreditriskpremien till behovet av att addera löptidsdifferens på nivån för den riskfria räntan. Ei har utförligt argumenterat mot detta ovan avsnitt 3.6. Samma skäl gör sig även gällande avseende avsaknaden av behov av en högre kreditriskpremie.

4 AVSKRIVNINGSTIDER

4.1 Något nytt har inte tillförts genom Swedegas senaste yttrande i mål 427-16.

²² Aktilaga 40 avsnitt 71.

5 OBEROENDE SAKKUNNIGA

- 5.1 Ei vidhåller att det finns skäl att utse oberoende sakkunniga i dessa mål. Det konstateras att kammarrätten avslagit en sådan begäran i ett icke slutligt beslut den 13 december 2016. De skäl som anförts kvarstår. Domstolen bör ha tillgång till oberoende expertis för att på ett fullgott sätt kunna utvärdera konsekvenserna av olika metoder och hur de samverkar. Det kan särskilt nämnas att frågan om förekomsten av eventuella löptidspremier är mycket komplex.
- 5.2 Vid prövning av Post- och telestyrelsens ("PTS") beslut i förvaltningsdomstol avseende bl.a. metoder för fastställande av parametrar i sina WACC-beräkningar ska två ekonomiska experter ingå i rättsens sammansättning.²³ Skälen för en sådan ordning gör sig gällande med samma styrka i de här aktuella målen.
- 5.3 Domarnämnden har förordnat sakkunniga till Förvaltningsrätten i Stockholm och Kammarrätten i Stockholm för mål gällande PTS reglering, se **bilaga 4**²⁴. De oberoende sakkunniga i nu aktuella mål torde även de kunna utses från denna lista. Det ska dock noteras att Yvonne Fredriksson och Göran Ek tidigare varit anställda vid Ei och därmed inte är lämpliga att utses. Utöver de namn som anges finns naturligtvis ytterligare lämpliga personer som t.ex. Mats Bergman, professor i nationalekonomi på Södertörns Högskola, Sten Nyberg, professor i nationalekonomi på Stockholms Universitet och Jerker Holm, professor i nationalekonomi i Lund.
- 5.4 Hur ovan nämnda personer ställer sig till att utses i nu aktuella mål saknar Ei kännedom om då Ei inte varit i kontakt med dem. Ei önskar dock påvisa att det finns ett gott urval av lämpliga personer att tillgå.

6 HANDLÄGGNING

- 6.1 Ei anser att kammarrätten kan pröva målet på handlingarna. Muntlig förhandling begärs inte.

Göteborg den 15 februari 2017



Jörgen Larsson

Tobias Bengtsson

²³ Jfr. lagen (2003:389) om elektronisk kommunikation, § 25.

²⁴ Domarnämnden - "Förordnande av ekonomiska experter i förvaltningsrätt och kammarrätt i vissa mål enligt lagen (2003:389) om elektronisk kommunikation" den 14 december 2016.