

Förvaltningsrätten i Linköping
Enhet 1

FÖRVALTNINGSRÄTTEN
I LINKÖPING

2015-12-18

Endast med e-post: [forvaltningsratten@linkoping@dom.se](mailto:forvaltningsratten@linkoping.dom.se)

Mål nr. 8016-14
EI Aktbil. 60

Stockholm den 18 december 2015

Yttrande

Mål nr 8016-14 och 8020-14; Swedegas AB ./ Energimarknadsinspektionen

Med anledning av Energimarknadsinspektionens (EI) inlägga av den 7 december 2015 inkommer Swedegas AB (Swedegas) med följande yttrande.

1 Kalkylräntan

1.1 Riskfri ränta

1.1.1 Tidsperspektiv och Konjunkturinstitutets yttranden

- 1 EI invänder att de av Swedegas åberopade yttrandena från Konjunkturinstitutet (KI) inte är relevanta och menar att om en jämförelse överhuvudtaget är aktuell är det den av EI beslutade kalkylräntan om 6,26 % som ska jämföras med tomträtts- och arrendeutredningens föreslagna avgäldsrenta om 2,75 %.
- 2 EI:s invändning går inte att förstå. Något stöd för en sådan slutsats finns inte heller i det av EI åberopade yttrandet från KI.
- 3 Det KI tidigare har uttalat sig om, på uppdrag av tomträtts- och arrendeutredningen, är nivån på realräntan (inte avgäldsrentan) utifrån en ekonomi i jämvikt. Detta förklarar även KI i sitt yttrande.

”De tre pm som refereras ovan är alla framtagna i syfte att försöka bedöma realräntors (med kortare och längre löptider) värden i långsiktig jämvikt.”¹
- 4 KI bedömde alltså att 2,75 % är en rimlig nivå på den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv om grunden för beräkningen utgörs av den 10-åriga statsobligationsräntan (om istället den 30-åriga statsobligationsräntan skulle ligga till grund för beräkningen skulle den långsiktiga långa realräntan vara 0,2-0,4 procentenheter högre enligt KI:s bedömning).

¹ Konjunkturinstitutets yttrande daterat 24 november 2015, s. 2.

- 5 Den centrala frågan är vilket tidsperspektiv som ska tillämpas. Om det är ett långsiktigt perspektiv som ska tillämpas är naturligtvis KI:s bedömning av den långsiktiga realräntan för en ekonomi i jämvikt högst relevant.
- 6 Beträffande vilket tidsperspektiv som ska tillämpas vid fastställandet av intäktsramen på gasmarknaden har KI inte uttalat sig. Det är naturligt då KI enligt följande angett att de har begränsade kunskaper om de aktuella modellerna och metoderna, och inga kunskaper alls om gasnätsföretag.

”KI har tyvärr alltför begränsade kunskaper om de modeller och metoder du nämner (CAPM och WACC) – och inga kunskaper alls om gasnätsföretag – för att kunna svara på om den riskfria räntan i det fall du beskriver ska vara 2,75 procent.”²

1.1.2 Irreversibla investeringar

- 7 EI framhåller i yttrandet att Swedegas återkommer till att investeringarna i gasnät är speciella eftersom de är långsiktiga och irreversibla. EI delar inte denna uppfattning utan menar att alla investeringar är irreversibla och att innehavare av gasnät, liksom innehavare av andra tillgångar, kan sälja tillgången vidare.
- 8 Av EI:s resonemang framstår det som att EI inte förstått vad som skiljer en investering i ett gasnät från investeringar i andra kapitaltillgångar. Som EI påpekar kan många kapitaltillgångar säljas på en andrahandsmarknad. Gasnätet är dock inte flyttbart och har inte någon alternativ användning. Det går inte att använda rören till något annat än att transportera gas. Så är inte fallet om man jämför med många andra verksamheter, t.ex. enskilt vårdboende, bussverksamhet eller taxiverksamhet. Även dessa verksamheter kräver kapitalinvesteringar i fastigheter och fordon för att kunna bedriva verksamheten. Om verksamheten inte blir lönsam är kapitalinvesteringen emellertid inte värdelös, eftersom det alljämt finns andra som kan ha användning för fastigheten och fordonen. Om däremot efterfrågan på gasdistribution försvinner är förlusten för nätägaren av en helt annan dignitet. Det kommer inte att finnas någon köpare som är beredd att betala för gasnätet i en sådan situation. Denna risk måste beaktas vid bedömningen av vad som utgör en rimlig avkastning, eftersom det krävs en högre avkastning för att attrahera kapital till en mer riskfylld verksamhet.

1.1.3 Vedertagna metoder

- 9 EI anger att det är centralt att vara konsekvent i användningen av riskfri ränta och försöker påskina att det finns en meningsskiljaktighet mellan parterna. Det gör det inte. Swedegas delar EI:s uppfattning att den riskfria räntan i CAPM ingår både direkt och som en del av marknadsriskpremien, och att det därför är centralt att den riskfria räntan och marknadsriskpremien – liksom andra parametrar – definieras konsekvent utifrån samma tidsperspektiv.
- 10 Swedegas har utgått från ett långsiktigt tidsperspektiv både vid uppskattningen av den riskfria räntan och vid uppskattningen av marknadsriskpremien och har därmed tillämpat den riskfria räntan konsekvent.
- 11 EI däremot har varit inkonsekvent genom att tillämpa olika tidsperspektiv. Vid uppskattningen av marknadsriskpremien har EI precis som Swedegas utgått från ett långsiktigt perspektiv medan de vid uppskattningen av den riskfria räntan har utgått från ett

² Konjunkturinstitutets yttrande daterat 24 november 2015, s. 2.

kortsiktigt perspektiv motsvarande tillsynsperioden. EI borde ha uppskattat bägge parametrarna utifrån ett långsiktigt tidsperspektiv.

- 12 EI upprepar vidare sitt argument om att måttet BNP-tillväxt plus inflationsmål inte utgör en ”faktisk avkastning på en existerande tillgång i marknaden” och framhåller att detta faktum bekräftats av Daniel Frigell (KPMG) under den muntliga förhandlingen i målen. Vad EI inte anger är att Daniel Frigell även bekräftade vid sitt förhör att inte heller den riskfria ränta som EI förordar utgör en faktisk avkastning på en existerande tillgång på marknaden eftersom den utgör ett genomsnitt av olika prognoser.
- 13 EI:s argument är under alla omständigheter irrelevant. Som Swedegas tidigare konstaterat, vilket även professor Thore Johnsen och Daniel Frigell bekräftade vid sina förhör, finns det inte något problem i att tillämpa en riskfri ränta som baseras på BNP-utveckling vid bedömningen av WACC:en för gasnätsföretagen. Därtill är det inte avgörande för bedömningen av den riskfria räntan om den baseras på obligationer eller BNP-utvecklingen. Det avgörande är vilket tidsperspektiv som tillämpas.

1.1.4 Osäkerheten med prognoser

- 14 EI påstår att riskerna skulle vara större vid användande av långsiktiga prognoser än vid kortsiktiga. Det må vara så att det är svårare att prognostisera vad den riskfria räntan kommer att vara om tio år än vad den kommer vara om fyra år. Nu handlar det dock inte om att göra en långsiktig prognos i den bemärkelsen. Det handlar om att bedöma ett jämviktssläge. Jämviktssläget är enklare att bedöma än att – såsom EY – prognostisera vad den riskfria räntan kommer att vara om ett år, två år, tre år och fyra år. Detta bekräftades av såväl Thore Johnsen som Daniel Frigell vid deras respektive förhör vid den muntliga förhandlingen.
- 15 EI menar även att Björn Gustafsson (EY) vid den muntliga förhandlingen framhöll att riskerna för felaktigheter i kortare prognoser är mindre eftersom de kan korrigeras vid kommande period. Detta stämmer inte. Det finns ingen sådan korrigeringsmöjlighet. För den kommande tillsynsperioden kommer istället nya prognoser avseende fyra olika år att göras. Sådana prognoser kan vara lika fel som de tidigare prognoserna.

1.2 Särskild riskpremie

- 16 EI anger att det inte är teoretiskt korrekt att jämföra med eventuella särskilda riskpremier för andra verksamheter och hänvisar till att det i PTS senaste yttrande i PTS-målet framgår att även PTS har denna uppfattning. Swedegas kan inte se någonstans i PTS yttrande att PTS har denna uppfattning. Tvärtom förefaller PTS göra en jämförelse med andra verksamheter. PTS anger t.ex. följande.

”Risken för Teracom att tappa kunder är inte på något vis större än för andra operatörer och ägare av infrastruktur, och avsevärt lägre än för aktörer på marknader för fungerande konkurrens.”³

- 17 EI hävdar att 2 % är en för hög särskild riskpremie genom att göra en jämförelse med betavärdet. Jämförelsen är dock missvisande och baseras på ett antaget samband mellan betavärdet och riskpremien som inte finns. Betavärdet och den företagsspecifika risken mäter olika saker och kan inte jämföras på det sätt som EI gör. Ett bolag med lågt betavärde kan ha en hög företagsspecifik risk och ett bolag med högt betavärde kan ha en låg företagsspecifik risk.

³ PTS yttrande daterat 20 november 2015, s. 7.

- 18 Detta framgår tydligt av följande citat av professor Damodaran (som är en auktoritet på värderingsområdet).

*"I think of betas as measures of relative risk, with the risk defined as exposure to macro economic variables (interest rates, overall economic growth, inflation). Thus, a stock with a beta of 1.2 is 1.2 times more exposed to macro economic risk than the average stock in the market. That proposition stands, whether one buys into the CAPM or not. Seen from that perspective, here are the things betas cannot do: [...] 'Capture firm specific risk': Betas cannot incorporate risks that affect only a firm or a few firms, even if these risks are huge."*⁴

- 19 Betavärdet mäter således den icke diversifierbara risken i de jämförbara bolagen. Den specifika risken mäter de risker som inte fångas upp i betavärdet och ska således överhuvudtaget inte jämföras med betavärdet.
- 20 Som exempel kan nämnas ett stort konjunkturberoende företag och ett litet personberoende vårdbolag. Det konjunkturberoende bolaget kommer sannolikt ha ett högt betavärde på grund av att samvariationen med börsen är hög och svår att diversifiera. Däremot finns utöver denna risk inga ytterligare risker att justera för. Det lilla vårdbolaget är rimligen inte cykliskt och kommer därför att ha ett lågt betavärde. Personberoende, exponering för enskilda geografiska marknader etc. gör dock att risken i det lilla bolaget är högre, kanske till och med avsevärt mycket högre. Att då säga att det är orimligt att det lilla bolaget ska ha ett högt påslag för att det får ett högre implicit betavärde i förhållande till det stora multinationella konjunkturberoende bolaget vore missvisande.
- 21 EI anför också att den särskilda riskpremie som EI anser ska tillämpas, 1,5 %, är hög för monopolverksamheter i Sverige med *"garanterad intäktsram"* (EI:s yttrande s. 6). Uttalandet är obegripligt. Intäktsramen innebär ingen garanti för att det är denna avkastning som också kommer att utgöra gasnätsföretagets faktiska avkastning i den aktuella verksamheten. Intäktsramen utgör ett tak, inget annat.
- 22 Ett ytterligare argument som EI lyfter fram för att den särskilda riskpremien på 1,5 % skulle vara för hög är att det är osannolikt att de särskilda risker som EI beaktat realiseras under den aktuella tillsynsperioden. EI:s påstående är naturligtvis fel. Vid en investering i en gasledning med en livslängd på 50-90 år bedöms inte den särskilda riskpremien utifrån sannolikheten att riskerna materialiseras de närmaste fyra åren utan utifrån risken att de materialiseras under den ekonomiska livslängden, eftersom gasnätsföretaget måste erhålla intäkter upp till intäktstaket under hela denna period för att erhålla en rimlig avkastning.

1.3 Kreditriskpremie

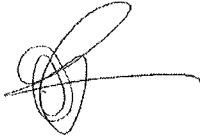
- 23 WACC-metoden innebär att kapitalkostnaderna för eget kapital respektive lånat kapital bedöms var för sig.
- 24 Vid bedömningen av kostnaden för eget kapital har EY utgått från en riskfri ränta, sedan adderat en marknadsriskpremie justerad för riskerna i jämförelsebolagen och därefter – efter att ha konstaterat att riskerna i de svenska gasnätsföretagen är större än riskerna i jämförelsebolagen – adderat en särskild riskpremie på 1,5 %. Vid sin bedömning av lånekostnaden har EY utgått från en riskfri ränta och därefter lagt på en kreditriskpremie som motiveras av riskerna i jämförelsebolagen. EY har dock inte lagt på någon riskpremie för att

⁴ Professor Aswath Damodaran, "What betas can... and cannot do...", 2009 (<http://aswathdamodaran.blogspot.se/2009/02/what-betas-can-and-cannot-do.html>).

- riskerna i de svenska gasnätsföretagen är större än i jämförelsebolagen. De risker som motiverade en särskild riskpremie avseende eget kapital motiverar även en riskpremie avseende lån. Det är risker som långgivare tar betalt för genom en högre kreditriskpremie. EY har alltså fastställt kreditriskpremien utifrån riskprofilen hos jämförelsebolagen utan något som helst påslag för att riskerna i den svenska gasmarknaden är väsentligt större.
- 25 EI invänder att den särskilda riskpremien uteslutande hör till CAPM och framtagande av ett värde på avkastningen på eget kapital och att det inte finns någon särskild riskpremie kopplad till avkastningen på lånat kapital. Detta är i sak korrekt, dvs. den särskilda riskpremien som sådan tillämpas endast på avkastningskravet på eget kapital. EI:s argument skjuter dock bredvid målet. Frågan är inte om den särskilda riskpremien i sig ska tillämpas vid bedömningen av avkastningen på lånat kapital utan huruvida den speglar risker som även långgivare tar hänsyn till.
- 26 För att besvara den frågan kan man titta på vad det är för typ av risker och vad dessa risker innebär för en långgivare. EY tar i sin rapport upp ett antal risker, bl.a. politisk risk, och konstaterar att naturgasen är en marginalprodukt i Sverige till skillnad från den miljö i vilken jämförelsebolagen verkar. Naturgasen står för endast 2-3 % av den totala energikonsumtionen i Sverige och det är svårt att hitta politiker som värnar om naturgasen. Annorlunda förhåller det sig för jämförelsebolagen. I deras marknad står naturgasen för i snitt 25 % av energikonsumtionen. Det faktum att den svenska gasnätsverksamheten kan bli i princip helt värdelöst p.g.a. framväxten av alternativa energikällor eller eventuella politiska beslut är en risk som långgivaren naturligtvis beaktar. En eventuell säkerhet i gasledningarna kommer i en sådan situation inte att ha något värde och långgivaren riskerar då att inte få betalt.
- 27 En annan risk som EY tar upp är beroendet av ett fåtal kunder. Konsumtionen av naturgas i Sverige är koncentrerad till ett fåtal kunder där cirka 30 kunder står för omkring 80 % av gaskonsumtionen. Av KPMG:s rapport från juni 2014 framgår att två kunder stått för 20-45 % av konsumtionen de senaste åren. EY konstaterar vidare att gasen är konkurrensutsatt och att ett bortfall av en enda kund därför inte kan kompenseras med höjda priser för övriga kunder. Höjda priser kan istället medföra att ännu fler kunder faller bort. Även denna risk kommer en långgivare att beakta. Att låna ut pengar till ett bolag där omsättningen plötsligt kan minska dramatiskt till följd av att bolaget förlorar en enda kund innebär en betydande risk för långgivaren. För jämförelsebolagen är situation däremot helt annorlunda. I Europa har jämförelsebolagen en stor och diversifierad kundstock och där är naturgasen samhällskritisk och inte utbytbar.
- 28 Sammantaget framstår det som uppenbart att ingen finansiär skulle låna ut pengar till ett svenskt gasnätsföretag mot samma kreditriskpremie som till de europeiska gasnätsföretagen när riskprofilen ser helt annorlunda ut. Den av EI fastställda nivån på kreditriskpremien, 1,80 %, är därför för låg. Att den är för låg framgår även vid en jämförelse med den av kammarrätten fastställda kreditriskpremien för elnätsföretagen; 1,83 %. Det är orimligt att gasnätsföretagen har en lägre kreditriskpremie än elnätsföretagen när det ostridigt är så att gasnätsföretagen bedriver mer riskfylld verksamhet än elnätsföretagen.
- 1.4 PTS reglering
- 29 Swedegas förstår inte hur PTS-regleringen är relevant för gasnätsregleringen då den har ett helt annat syfte. Även PTS anser att domen på elområdet inte ska vara prejudicerande bl.a. då lagstiftningarna skiljer sig åt och det föreligger avgörande skillnader mellan

marknaderna.⁵ Vid förhöret under den muntliga förhandlingen uppgav vidare PTS chefsekonom Bo Andersson att livslängden på tillgångarna på telekommarknaden ligger mellan 2-3 år upp till 25-30 år, vilket är väsentligt kortare livslängder än på gasmarknaden.

Stockholm som ovan



Marcus Axelryd



Linda Landén

⁵ Se s. 5 i PTS yttrande daterat 20 november 2015.