



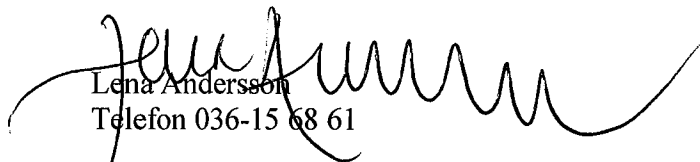
Mål nr. 427-16	Avdelning 1:2
-------------------	---------------

Anges vid kontakt med kammarrätten

Advokat Jörgen Larsson
Wistrand Advokatbyrå
Box 11920
404 39 Göteborg

Energimarknadsinspektionen ./ Swedegas AB et v.v.
angående **fastställande av intäktsram för tillsynsperioden 2015-2018 enligt naturgaslagen (2005:403)**

För kännedom översänds bifogade skrivelser.



Lena Andersson
Telefon 036-15 68 61

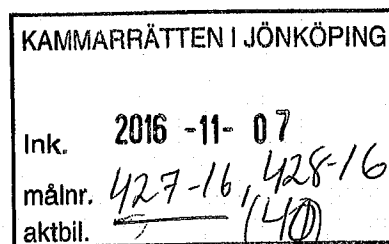
Bifogas, aktbilaga 40, 42-45

Dok.Id 198496

Postadress	Besöksadress	Telefon	Telefax	Expeditionstid
Box 2203 550 02 Jönköping	Slottsgatan 5	036-15 68 00 (vx) E-post: kammarrattenijonkoping@dom.se www.kammarrattenijonkoping.domstol.se	036-16 19 68	måndag – fredag 08:00-16:00

Kammarrätten i Jönköping
Avdelning 1:2
Box 2203
550 02 Jönköping

Även med e-post: kammarrattenijonkoping@dom.se



Stockholm den 3 november 2016

Yttrande

Mål nr 427-16 och 428-16; Swedegas AB ./ Energimarknadsinspektionen

Med anledning av Energimarknadsinspektionens (Ei) överklagande den 19 februari 2016 samt yttrande den 30 september 2016 får vi i egenskap av ombud för Swedegas AB (Swedegas) anföra följande.

På samma sätt som i Swedegas kompletterande överklagande den 20 maj 2016 (Överklagandet) inger Swedegas ett samlat yttrande för de nu aktuella målen. Samtliga avsnitt i detta yttrande är således relevanta för båda målen.

A Inställning och yrkanden

- 1 Swedegas bestrider Ei:s yrkanden.
- 2 Swedegas vidhåller för egen del de yrkanden som framställts i Swedegas överklagande den 22 februari 2016.

B Inledning

- 3 Swedegas vidhåller vad som tidigare anförts i förvaltningsrätten samt i Överklagandet. Ei:s överklagande och yttrande föranleder dock några kommentarer och tillägg enligt nedan.
- 4 I de avseenden Ei:s påståenden inte kommenteras nedan anser Swedegas att frågorna redan behandlats i Swedegas tidigare yttranden.

C Kalkylränta

1 Långsiktigt perspektiv

- 5 På sätt som kammarrätten konstaterade i sina domar avseende elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015 ska ett långsiktigt perspektiv anläggas när de parametrar som krävs för att beräkna den regulatoriska kalkylräntan fastställs. Förvaltningsrätten har konstaterat att kammarrättens domar är vägledande vid bedömningen av intäktsramarna för naturgasföretagen och betonar att detta framförallt gäller kammarrättens principiella uttalande om att ett långsiktigt perspektiv ska användas vid fastställandet av parametrarna i kalkylränteberäkningen.
- 6 Trots att frågan redan är prövad fortsätter Ei att argumentera för att WACC:en ska bestämmas enligt det fyraåriga tidsperspektivet. Ei väljer att helt bortse från syftet med det långsiktiga perspektivet; att skapa stabila och långsiktiga villkor för naturgasföretagen och dess kunder.
- 7 Det är helt centralt att förstå att vi befinner oss i ett regulatoriskt sammanhang där det är avgörande att naturgasföretagen erhåller rimlig avkastning för att säkerställa att nödvändiga investeringar i näten kan göras för att säkra nätens funktion på längre sikt. En investering i ett gasnät är en mycket långsiktig, irreversibel investering som endast kan återbetalas genom att intäktsramarna möjliggör tillräckliga intäkter under anläggningarnas livslängd. Om långsiktiga investeringar ska göras för att säkra nätens funktion måste naturgasföretagen kunna göra långsiktiga bedömningar av framtida intäkter och kostnader för att kunna bedöma en framtida avkastning.
- 8 Som Swedegas utvecklat i Överklagandet finns det flera metoder för att beräkna en långsiktig och stabil riskfri ränta. En sådan metod är den som kammarrätten använde i elnätsmålen, dvs. summan av förväntad BNP-utveckling och inflationsmål. En metod som Ei själva förespråkade i sitt beslut och som elnätsföretagen inte hade någon invändning mot. Swedegas anser att denna metod är en vedertagen metod för att bedöma den riskfria räntan utifrån en ekonomi i jämvikt och att den därför kan användas för att fastställa den riskfria räntan för naturgasföretagen.¹
- 9 Ei har dock ändrat uppfattning och anser numera att den s.k. BNP-metoden inte är en bra metod.
- 10 Som förvaltningsrätten har konstaterat ska metoden för att fastställa den riskfria räntan undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får ett alltför stort genomslag på den riskfria räntan och därmed kalkylräntan. Det är därför nödvändigt att den riskfria räntan tar sin utgångspunkt i den långsiktiga jämviktsnivån. Detta blir särskilt tydligt när vi för närvarande befinner oss i ett onormalt ränteläge där räntorna är historiskt låga.
- 11 I en rapport upprättad av Navigant Consulting, Inc (Navigant) – ett konsultbolag noterat på New York-börsen som bland annat är specialiserat på att genomföra utredningar och ekonomiska analyser i samband med tvister inom energisektorn – vilken har ingivits till Förvaltningsrätten i Linköping av bland annat Vattenfall Eldistribution AB, bilaga 1, framhålls att det är av avgörande betydelse att beakta effekten av de aktuella ekonomiska förhållandena på riskfria räntor och hur detta kan påverka uppskattningarna av den riskfria räntan på längre sikt.² Av rapporten framgår att en normaliserad riskfri ränta, beräknad utifrån en långsiktig realränta och förväntad inflation, är särskilt lämplig att använda när det

¹ Se Överklagandet avsnitt D.3.2.1.

² Rapporten är ingiven av Vattenfall Eldistribution AB m.fl. i Förvaltningsrätten i Linköpings mål nr 4712-15 m.fl. En översättning till svenska bifogas som bilaga till rapporten.

är onormala räntenivåer på marknaden. Navigant hänvisar till flera värderingsexperter, bland annat McKinsey & Company, som förespråkar en sådan s.k. syntetisk ränta.

“To overcome the inconsistency between interest rates on government bonds and market values of equities, we recommend using a synthetic risk-free rate. To build a synthetic rate, add the expected inflation rate of 2.5 percent to the long-run average real interest rate of 2 percent, which leads to a synthetic risk-free rate of 4.5 percent. Although it is different from the actual yield, the synthetic yield is based on our judgment that the low interest rates are an aberration caused by the unusual monetary policy and a flight to safety. As the economy returns to historical levels, we believe the government bond rates will rise to historical levels. The result is a cost of equity for the market of about 9.5 percent even during these times of historically low interest rates.”³

- 12 Förvaltningsrätten har i de nu aktuella målen valt att tillämpa en ny metod som innebär att KI:s nioåriga prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan tillämpas. Även en sådan metod kan uppnå långsiktighet och stabilitet och Swedegas har därför accepterat metoden som sådan. Om den ska tillämpas krävs dock att en löptidspremie tillämpas i enlighet med vad som utvecklats i Överklagandet⁴ och nedan (se avsnitt C.3.3).
- 13 Ei har dock invändningar även mot denna metod.
- 14 Det som är kännetecknande för Ei:s upprepade invändningar mot de metoder som föreslås är att Ei helt vill frångå det långsiktiga perspektivet. Ei:s genomgående tema är att den riskfria räntan kommer att överskattas eftersom den inte kommer att spegla de faktiska avkastningskraven för tillsynsperioden.
- 15 Syftet är dock inte att den riskfria räntan ska spegla de under tillsynsperioden faktiska avkastningskraven. Ett långsiktigt perspektiv syftar till att fastställa en normaliserad kalkylränta utifrån en ekonomi i jämvikt, vilket innebär att över- och underkompensation ska ta ut varandra över tid. På sikt erhålls därmed en stabilitet i nivån på den riskfria räntan, vilket möjliggör investeringar i näten och leder till förutsägbarhet och stabila villkor för såväl naturgasföretagen som dess kunder i enlighet med regleringens mål och syfte. Ur såväl ett samhällsekonomiskt perspektiv som ett konsumentperspektiv är det allvarligt med instabila och oförutsägbara villkor eftersom dessa på sikt kan medföra att tjänsternas kvalitet och omfattning påverkas negativt.
- 2 Ei:s jämförelse med PTS-regleringen är inte relevant
- 16 Trots att domstolarna, med hänvisning till syftena med regleringen, tagit tydlig ställning för det långsiktiga perspektivet och att skälet för detta bland annat är att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag på kalkylräntan så hävdar Ei nu att syftet skulle vara att efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden. Ei grundar sin argumentation på en jämförelse med Post- och telestyrelsens (PTS) reglering av telekommarknaden (PTS-regleringen) och hävdar att PTS reglerar en med gasnäten liknande marknad samt att utgångspunkterna är desamma för gasnätsregleringen. Det stämmer inte. Jämförelsen med PTS-regleringen är inte relevant.
- 17 Det är inte samma syften som ligger bakom PTS-regleringen som regleringen för naturgasföretagen. Av förarbetena till lagen om elektronisk kommunikation (prop.

³ Navigants rapport, bilaga 1 till detta yttrande, punkt 7 och 46. Se även översättningen av rapporten, punkt 7 och 46.

⁴ Se Överklagandet, avsnitt D.3.2-D.3.3.

2002/03:110) och av de yttranden från PTS som Ei hänvisar till, framgår att syftet med den lagstiftningen bland annat är att försöka åstadkomma och främja konkurrens mellan aktörerna på telemarknaden. Det kan därmed vara rimligt för PTS att försöka efterlikna en marknadssituation. Naturgaslagen, som reglerar en monopolmarknad, har inte som syfte att främja konkurrens mellan naturgasföretagen.

- 18 PTS har också vid flera tillfällen tydliggjort att det är väsentliga skillnader mellan marknaderna. Även i det yttrande som Ei nu hänvisar till (bilaga 1 till Ei:s yttrande den 30 september 2016) understryker PTS att lagstiftningen är en annan och att det finns avgörande skillnader mellan marknaderna. Som exempel på en sådan avgörande skillnad nämner PTS (s. 4-5) att Teracom's infrastruktur kan användas till oreglerade produkter och därigenom generera intäkter och avkastning på gjorda investeringar utanför de reglerade marknaderna.
- 19 En ytterligare skillnad är att livslängden på naturgasföretagens investeringar, vilka har en ekonomisk livslängd på 50-90 år, är betydligt längre än livslängden på investeringarna inom telekombranschen, som uppgår till mellan 3 och 30 år.⁵ Det kan här noteras att den absoluta merparten av Teracom's investeringar har avskrivningstider i storleksordningen 5 år. Detta framgår av PTS yttrande ingivet till Förvaltningsrätten i Stockholm i mål nr 10447-15 (Teracom-målet), bilaga 2. Det är samma yttrande som Ei hänvisar till i de nu aktuella målen (bilaga 1 till Ei:s yttrande den 30 september 2016). I den kopia som Ei lämnat in har dock uppgiften angående avskrivningstiden maskerats (se s. 6, tredje stycket).

3 Riskfri ränta

3.1 KI:s prognoser och scenarier

- 20 Ei gör en stor sak av att KI:s mer långsiktiga estimat av den riskfria räntan är ett "scenario" och inte en "prognos". Med vilken term KI väljer att benämna sina analyser påverkar dock inte analysernas tillförlitlighet eller relevans för att bedöma den riskfria räntan utifrån ett mer långsiktigt perspektiv. Swedegas utgår dessutom från att KI inte skulle publicera analyser som de anser är felaktiga eller osannolika.
- 21 Ett av Ei:s huvudargument mot en kalkylränta som bestäms utifrån långsiktiga prognoser/scenarier är att kalkylräntan inte kommer att "spegla de under tillsynsperioden faktiska avkastningskraven". Det stämmer. Som Swedegas påpekat är dock inte syftet att den riskfria räntan ska spegla de under tillsynsperioden faktiska avkastningskraven. Syftet är att fastställa en normaliserad kalkylränta utifrån en ekonomi i jämvikt, vilket innebär att över- och underkompensation ska ta ut varandra över tid. Som förvaltningsrätten uttryckligen angett i sina domskäl valdes den längre prognosperioden just för att undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får för stort utslag på kalkylräntan.
- 22 Därtill ska noteras att inte heller Ei:s fyraårsprognos, vilken delvis baseras på KI:s "scenarier", kommer att spegla de under tillsynsperioden faktiska avkastningskraven. Detta illustreras inte minst av det senaste utlåtandet från EY som Ei hänvisar till (bilaga 3 till Ei:s yttrande den 30 september 2016).
- 23 Som Swedegas utvecklat i förvaltningsrätten kommer det tidsperspektiv om fyra år som Ei valt att tillämpa istället spegla de aktuella förväntningarna vid tidpunkten för Ei:s beslut.⁶ Detta innebär att kalkylräntan riskerar att variera kraftigt mellan tillsynsperioderna beroende på var man befinner sig i konjunkturcykeln vid tidpunkten för Ei:s beslut. Dessa förväntningar kan sedan förändras kraftigt under fyraårsperioden utan att kalkylräntan ändras.

⁵ Se Förvaltningsrätten i Linköpings dom i mål nr 8016-14, s. 58.

⁶ Se Swedegas yttrande den 30 oktober 2015 i mål nr 8016-14 och 8020-14, punkt 13 med vidare hänvisning.

- 24 Swedegas ifrågasätter dessutom relevansen av att analysera faktiskt historiskt utfall i relation till prognoser och scenarier. Om analysen istället hade skett utifrån en tidsperiod med högränteläge hade utfallet blivit det motsatta. Det är naturligt i ett lågränteläge att ha förväntningar om en högre ränta på sikt precis på samma sätt som det i ett högränteläge är naturligt att förvänta sig en lägre ränta på sikt.
- 25 Analyserna som EY gjort visar snarare att KI har en tydlig och uthållig ståndpunkt kring vad räntan uppgår till i ett jämviktsläge, vilket är det läge som Swedegas anser att WACC:en ska ta sin utgångspunkt i. Som KI förklarar i den skrivelse som Ei hänvisat till i förvaltningsrätten (bilaga 1 till Ei:s yttrande den 7 december 2015 i mål nr 8016-14 och 8020-14) syftar KI:s prognoser och scenarier för de närmaste tio åren till att beskriva ”vägen till jämvikten”, dvs. räntan från det faktiska utgångsläget till ett värde som utifrån teoretiskt grundade empiriska modeller uppskattats vara ett ”jämviktsvärde” (se KI:s skrivelse, s. 2).
- 26 Av KI:s nioåriga prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan från augusti 2014 för åren 2015-2023 framgår att KI bedömer den riskfria räntan för det sista året i prognosperioden, jämviktsvärdet, till 4,6 %. Det kan noteras att nivån även är i linje med vad KI kom fram till i sin utredning från maj 2012 där KI uttalade att den långsiktiga realräntan på en svensk statsobligation med 10 års löptid uppgår till 2,4-3,0 %. Med tillägg för inflation 2 % (för att erhålla en nominell riskfri ränta) ger det en riskfri ränta på 4,4-5,0 %.
- 3.2 Användning av historiskt utfall
- 27 Ei vidhåller sitt alternativa metodförslag att helt eller delvis använda historiska utfall. Ei:s metodförslag innebär att en kombination av KI:s prognoser för tioåriga statsobligationer för tillsynsperioden och det verkliga utfallet för den föregående tillsynsperioden ska användas.
- 28 Som Swedegas tidigare framhållit följer av vedertagen ekonomisk teori att WACC ska vara framåtblickande. Att tillämpa historiska utfall på det sätt Ei föreslår är oförenligt med det framåtblickande perspektivet och dessutom orimligt.
- 29 När KI gör sina prognoser beaktar de naturligtvis historiska utfall. Utifrån den informationen och sin samlade erfarenhet bedömer KI de framtida räntenivåerna. Detta är i enlighet med det framåtblickande perspektivet. Det är något helt annat än att rakt av tillämpa historiskt utfall utan att göra någon egen kvalitativ bedömning av det utfallets relevans för framtiden. Att istället för en sådan kvalitativ bedömning ta ett snitt av det historiska utfallet skulle vara ett underkännande av den expertis som finns hos KI.
- 30 Av ett utlåtande från professor emeritus Daniel Thornburn, ingivet av Göteborg Energi Gasnät AB i mål nr 430-16 framgår dessutom att Ei:s ”blandmetod” inte är framåtblickande överhuvudtaget. Ei:s förslag motsvarar nämligen medelvärde av de senaste fyra åren och KI:s prognos de kommande fyra åren, vilket ger ett genomsnitt på prognosdagen (dvs. ”idag”).
- 3.3 Löptidspremie
- 3.3.1 *Navigants analys av löptidspremien*
- 31 I Överklagandet har Swedegas presenterat utredning som visar att om den riskfria räntan ska fastställas utifrån KI:s nioåriga prognoser av den 10-åriga statsobligationsräntan måste en löptidspremie tillämpas för att kompensera för den kortare räntan och därmed spegla investeringarnas livslängd.
- 32 Som komplettering till denna utredning återoppar Swedegas även Navigants rapport (bilaga 1). Navigant har på motsvarande sätt som PwC analyserat skillnaden mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid för att bedöma löptidspremien.

- 33 Navigant redogör inledningsvis i sin rapport för ekonomisk teori och de fundamentala principer som gäller för den riskfria räntan samt förklarar varför det finns löptidspremier. Navigant konstaterar därvid, precis som KI och PwC, att statsobligationer med längre löptid normalt har en högre ränta än statsobligationer med kortare löptid och att det således finns en löptidspremie.
- 34 Navigant analyserar därefter huruvida den svenska 20-åriga respektive 30-åriga statsobligationen kan anses tillräckligt likvida för att utgöra grund för bedömning av den riskfria räntan. I sin analys har Navigant observerat skillnaden mellan köp- och säljkurs (dvs. spreaden) för svenska statsobligationer, vilket utgör ett vanligt mått för att mäta en obligations likviditet. Navigant konstaterar därvid att analysen indikerar att den 20-åriga respektive 30-åriga statsobligationen har tillräcklig likviditet och att detta särskilt gäller den 30-åriga statsobligationen.
- 35 Navigant jämför även löptidspremierna mellan den 10-åriga statsobligationen och den 20-åriga respektive 30-åriga statsobligationen på den svenska marknaden med motsvarande löptidspremier på den tyska respektive amerikanska marknaden då dessa marknader bedöms vara mogna och mycket likvida. Navigant konstaterar att det faktum att löptidspremierna på dessa marknader inte avviker signifikant från löptidspremierna på den svenska marknaden indikerar att de svenska statsobligationerna med längre löptid är likvida. Navigant bedömer därför att såväl den 20-åriga som 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvida och därmed lämpliga att använda som underlag för att bedöma den riskfria räntan.
- 36 Navigant analyserar slutligen storleken på den svenska löptidspremierna. I sin analys jämför Navigant ränteutvecklingen för den 10-åriga statsobligationen med ränteutvecklingen för den 20-åriga respektive 30-åriga statsobligationen vid tidpunkten för Navigants rapport samt under en period om fyra år. Navigant konstaterar att löptidspremierna för den 20-åriga statsobligationen uppgår till 0,57 % och för den 30-åriga statsobligationen till 0,94 % vid tidpunkten för rapporten. Sett över en fyraårsperiod sjunker löptidspremierna något.

3.3.2 *Löptiden ska motsvara investeringshorisonten*

- 37 Ei anför att 10-åriga statsobligationer är den vedertagna och lämpliga tillgången att utgå ifrån och hänvisar till att tomträts- och arrendeutredningen 2012 uttalat att det var rimligt att utgå från 10-åriga statsobligationer i samband med fastställande av avgäldsräntan.
- 38 Som Swedegas redogjort för i Överklagandet hade den svenska 30-åriga statsobligationen vid den tidpunkten varit utgiven i tre år (sedan april 2009). Mot bakgrund av den vid tidpunkten begränsade historiken framstår inte utredningens konklusion att *"utvecklingen för sådana papper därför är svårbedömd, åtminstone för svensk del"* som så konstig. Det innebär dock inte att det idag, när det finns längre historik och därmed bättre underlag, skulle vara rimligt att utgå från 10-åriga statsobligationer vid fastställande av regulatorisk WACC för naturgasföretagen. Det finns idag tillgängligt och tillförlitligt underlag för att bedöma löptidspremierna på den 30-åriga statsobligationen. Det saknas därför skäl att inte tillämpa en löptidspremie.
- 39 Vidare lyfter Ei återigen fram finansieringshorisonten som ett motiv till att tillämpa en 10-årig löptid. Ei:s invändning är irrelevant. Det förhållandet att långsiktiga infrastrukturinvesteringar behöver refinansieras under investeringens livslängd måste beaktas. Det är det totala räntekravet över investeringens livslängd, dvs. även inkluderande de risker som en refinansiering innebär, som ska utgöra underlag i WACC-sammanhang.
- 40 Även Navigant betonar vikten av att beakta refinansieringsrisken vid fastställande av riskfri ränta eftersom detta är ett avgörande kriterium för att tillgången ska anses riskfri (se Navigants utlåtande, punkt 16 och 17). Navigant hänvisar till en av de främsta auktoriteterna

på området, professor Aswath Damodaran. Damodaran anger två kriterier för att en tillgång ska kunna betraktas som riskfri. Tillgången måste (i) vara fri från kreditrisk och (ii) fri från refinansieringsrisk, dvs. tillgångens avkastning ska inte baseras på reinvesteringar med okända räntesatser.

- 41 Genom att använda statsobligationer med löptider som motsvarar anläggningarnas livslängd eller att använda löptidspremier fås riskfria räntor som beaktar refinansieringsrisken.

3.3.3 Löptidspremie och löptidsdifferens

- 42 Ei argumenterar i sitt yttrande för att det är av vikt att hålla isär begreppen löptidspremier och löptidsdifferenser. Med hänvisning till olika begreppsbenämningar tycks Ei försöka ge intrycket av att det skulle råda osäkerhet kring om det överhuvudtaget existerar någon löptidspremie.

- 43 Ei:s argumentering om löptidspremie och löptidsdifferens är i stort densamma som i de pågående elnätsmålen i förvaltningsrätten. PwC har med anledning av vad Ei där anfört upprättat ett kompletterande utlåtande som ingivits till Förvaltningsrätten i Linköping av bland annat Vattenfall Eldistribution AB i mål nr 4712-15, se bilaga 3.

- 44 Swedegas har i och för sig ingen invändning mot Ei:s definition av begreppen och att löptidsdifferensen utgörs av skillnaden mellan en lång och en kort ränta. Denna differens utgörs av två komponenter; dels löptidspremien som är en kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid, dels en förväntan om framtida korta räntor. Det är dock inte ovanligt att det som Ei tycks benämna som löptidsdifferens även benämns som löptidspremie. Det framgår t.ex. av nedan uttalande från Riksbanken.

”Räntorna stiger i regel med löptiden (avkastningskurvan), vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även om det inte alltid är så betraktas det i regel som normalfallet för ränteinstrument. Detta brukar kallas att obligationer har löptidspremier. Lutningen på avkastningskurvan styrs delvis av vilken ränteutveckling aktörerna på marknaden förväntar sig i framtiden. Lutningen speglar också den kompensation som en investerare kräver för att placera kapital över längre löptider. Placeringar med kortare löptid innebär mindre ränterisk.”⁷ (vår understrykning)

- 45 Oaktat de olika benämningarna är det skillnaden mellan riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid som är den relevanta utgångspunkten för bedömningen av löptidspremien (eller löptidsdifferensen enligt Ei:s benämning) för att skatta den riskfria räntan i regleringen. Det är också denna skillnad som såväl PwC som Navigant har analyserat i sina utlåtanden. Syftet med att beräkna ränteskillnaden mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid är att försöka återspegla vad en prognos för en riskfri ränta med 30 års löptid hade gett för resultat. På samma sätt som prognosen av den 10-åriga riskfria räntan inkluderar en förväntan om framtida kort ränta och en löptidspremie behöver även bedömningen av den 30-åriga riskfria räntan inkludera en förväntan om framtida kort ränta och en löptidspremie för att korrekt spegla en rimlig räntenivå med 30 års löptid (se även PwC:s kompletterande utlåtande, bilaga 3, s. 3).

- 46 I sammanhanget kan dock noteras att större delen av differensen mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid sannolikt utgörs av just ”löptidspremien” enligt Ei:s definition av begreppet eftersom förväntan om framtida kort ränta får antas stabiliseras över tid mot ett normalläge och inte varierar väsentligt på 10 års sikt och 30 års sikt (se PwC:s kompletterande utlåtande, bilaga 3, s. 4). Att det förhåller sig på det sättet ger även den PM

⁷ http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf

från Riksgälden som Ei hänvisar till (bilaga 4 till Ei:s yttrande den 30 september 2016) en tydlig indikation om. Riksgälden har analyserat löptidspremie utifrån tre metoder. Av Riksgäldens PM framgår att det endast är avseende den första metoden, som analyserar löptidspremie på en 5-årig löptid, som det påstås att det inte finns någon löptidspremie. Avseende de andra två metoderna, som analyserar löptidspremie på en 10-årig löptid, framgår däremot att det finns en löptidspremie. Det saknas därför anledning att göra en tydlig distinktion mellan löptidspremie och löptidsdifferens när det handlar om att analysera skillnaden mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid. Swedegas väljer därför fortsatt att benämna det premiepåslag till prognosen på den riskfria räntan med 10 års löptid, för att bättre matcha investeringarnas livslängd, för löptidspremie.

- 47 Att en löptidspremie existerar och att den vanligen är positiv är vedertaget. KI anger t.ex. i sin utredning från 2012 att den långa realräntan är högre än den korta realräntan och att skillnaden, dvs. den så kallade löptidspremie, normalt stiger med löptiden men i avtagande takt. Vidare anger Riksbanken i citatet ovan (se punkt 44) att räntorna i regel stiger med löptiden, vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även Ei:s egen expert, EY, har såväl tidigare som i sitt senaste utlåtande (bilaga 3 till Ei:s yttrande den 30 september 2016) uttalat att räntan vanligen är högre för längre löptider än för kortare.
- 48 Ei anger i yttrandet att de inte själva har utrett frågan om förekomsten av och storleken på en eventuell löptidspremie, utan hänvisar endast till Riksgäldens PM. Riksgälden säger dock inte att det inte skulle finnas någon löptidspremie. Tvärtom baseras hela Riksgäldens analys och de teorier som Riksgälden hänvisar till på uppfattningen att det finns en löptidspremie. Riksgälden anger bland annat att det historiskt har varit billigare för staten att låna i instrument med kort löptid än med lång och att det beror på förekomsten av en löptidspremie (se Riksgäldens PM, bilaga 4 till Ei:s yttrande den 30 september 2016, s. 1).
- 49 Riksgälden har analyserat aktuella nivåer på löptidspremie mellan korta räntor och räntor med fem respektive tio års löptid och har då gjort bedömningen att löptidspremie i det här onormala ränteläget är omkring noll. Baserat på den här analysen har regeringen gjort en marginell justering av sin upplåning på räntor på upp till 12 års löptid. För instrument med längre löptid görs däremot ingen förändring (se Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016, bilaga 5 till Ei:s yttrande den 30 september 2016, s. 4).
- 50 Riksgälden har alltså inte analyserat den fråga som de nu aktuella målen rör, dvs. löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga räntor. Det har däremot PwC och Navigant analyserat, och i enlighet med vad som framgår av PwC:s kompletterande utlåtande (se s. 4) kan antas att förväntningsvärden har mindre påverkan på löptidspremie mellan 10 och 30 år (se även punkt 46 ovan).
- 51 Riksgäldens analys ger dock stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Som PwC anger i sitt kompletterande utlåtande (s. 4-5) framgår det av de två räntemetoder som Riksgälden använt att löptidspremie varit positiv under den historiska period, 1995-2015, som lagts till grund för analysen. I båda dessa metoder visar resultatet dessutom tydligt på att det i ett normalläge finns en löptidspremie som är väsentligen över noll, varav den ena visar på en genomsnittlig löptidsdifferens på 0,79 % och den andra i genomsnitt över den analyserade perioden uppskattningsvis ligger på 1-2 %.

3.3.4 Övriga invändningar från Ei

- 52 Ei ifrågasätter om det överhuvudtaget kan bli aktuellt med en löptidspremie om den riskfria räntan skattas utifrån KI:s nioåriga scenarier. Ei påstår att det finns en risk att den riskfria räntan "överskattas dubbelt" och att det nioåriga tidsperspektivet leder till en ränta nära

jämvikten, och att det under dessa förhållanden inte kan vara motiverat med en löptidspremie.

- 53 Ei tycks mena att om jämviktsläget råder så har alla räntor, oavsett löptid, samma räntenivå. Det stämmer inte. Det finns ingenting som tyder på att löptidspremien skulle vara noll i jämvikt. Tvärtom ger bland annat det underlag som Ei själva hänvisar till, Riksgäldens PM, stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge (se ovan punkt 51). Vidare stämmer inte Ei:s påstående om att en löptidspremie skulle medföra att den riskfria räntan "överskattas dubbel". Ei:s påstående bygger helt på Ei:s uppfattning att ett mer kortsiktigt, fyraårigt, perspektiv ska tillämpas. Nu ska emellertid ett långsiktigt perspektiv tillämpas. En löptidspremie är motiverad på grund av investeringarnas livslängd och är i enlighet med vedertagen ekonomisk teori. Detta leder inte till någon överskattning av den riskfria räntan. Tvärtom är en löptidspremie nödvändig för att den riskfria räntan inte ska underskattas.
- 54 Ei anger även att inflationsrisken är en av de risker som kan ge upphov till en löptidspremie, men att denna risk inte är aktuell för inflationskyddade tillgångar som gasnät där avkastningen beräknas realt och hänvisar till ett utlåtande från Thore Johnsen från den 24 juni 2014.
- 55 Thore Johnsen har bedömt en långsiktig normaliserad riskfri ränta till 4,0 %, bland annat utifrån en analys av den långsiktigt förväntade utvecklingen av BNP och inflation, och har inte ansett att det därutöver bör läggas på en löptidspremie. Thore Johnsens metod är en jämviktsmetod och kan sägas motsvara en sådan "syntetisk" riskfri ränta som är särskilt lämplig att använda när det är onormala räntenivåer på marknaden (se punkt 11 ovan).
- 56 Den metod som förvaltningsrätten valt att tillämpa innebär att ett genomsnitt av KI:s nioåriga prognos över den 10-åriga statsobligationsräntan tillämpas som riskfri ränta. Swedegas har accepterat metoden som sådan, men eftersom den riskfria räntan, enligt vedertagen ekonomisk teori, ska spegla investeringarnas tidshorisont har Swedegas förordat att den riskfria räntan istället baseras på den 30-åriga statsobligationsräntan som bättre matchar livslängden på investeringarna. Eftersom det är nominella statsobligationer som används som underlag kan även en premie relaterad till inflationen ingå. Det innebär att om det finns en sådan inflationspremie är den även inkorporerad i prognosen över den 10-åriga statsobligationsräntan. På samma sätt ska i så fall en inflationspremie vara inkorporerad i estimatet av den 30-åriga statsobligationsräntan. Det tillvägagångssätt som Swedegas förordar skiljer sig således inte från det tillvägagångssätt som Ei förordar med undantag för löptiden.
- 57 Vidare tycks Ei alltjämt ifrågasätta likviditeten hos den svenska 30-åriga statsobligationen och anger att endast den omständigheten att Finansinspektionen har uttalat att obligationen är likvid i ett sammanhang inte innebär att den är lämplig att använda i andra sammanhang. Ei anger att det finns uppenbara svårigheter att använda en obligation som "i vart fall periodvis" har bristande likviditet.
- 58 Ei:s påstående att den 30-åriga statsobligationen skulle ha bristande likviditet är felaktigt. Det finns inget stöd för detta påstående. Tvärtom har, förutom Finansinspektionen, såväl PwC som Navigant i sina analyser av likviditeten funnit att den är tillräckligt likvid.
- 59 Även Ei:s egen expert, EY, har uttalat att den 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvid. I en rapport daterad 26 mars 2014 avseende elnätsföretagens kalkylränta för tillsynsperioden 2012-2015, bilaga 4, konstaterar EY att den 30-åriga statsobligationen sedan slutet av 2011 har handlats i tillräckliga volymer för att räntan ska kunna anses tillförlitlig.

60 Ei framhåller även att det endast finns en 30-årig statsobligation utgiven i Sverige som löper ut 2039 och hävdar att detta förhållande i sig innebär att obligationen är olämplig att använda.

61 Statspapper efterfrågas vanligtvis på grund av sin låga kreditrisk och goda likviditet. Statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste upplåningskälla. Riksgäldens policy är att prioritera upplåningen i statsobligationer för att upprätthålla en likvid marknad. Det ligger i Riksgäldens intresse att se till att alla obligationslån på kronmarknaden, oberoende av löptid, är stora nog för att handeln i obligationerna ska fungera bra. Upplåningen i statsobligationer koncentreras vanligtvis till ett fåtal lån för att se till att den utestående volymen i dessa obligationer blir tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet. Det finns idag fyra 10-åriga statsobligationer, en 20-årig statsobligation och en 30-årig statsobligation utgivna i Sverige. Swedegas anser dock inte att antalet obligationer med en viss löptid är relevant. Det som är relevant är om obligationen/obligationerna med aktuell löptid är likvid/likvida.

3.3.5 Avslutande kommentarer

62 Rapporterna från PwC och Navigant är tydliga och samstämmiga. Båda ger stöd för att det är en vanlig och ekonomiskt vedertagen metod att analysera skillnaden mellan korta och långa räntor för att kompensera för att en ränta med kortare löptid används som underliggande tillgång vid bedömning av den riskfria räntan.

63 Rapporterna ger vidare stöd för att den 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvid och därmed lämplig att använda som underlag. Även vad gäller nivån på löptidspremien ger rapporterna ett enhetligt stöd. Enligt PwC:s analys uppgår löptidspremien mellan 10- och 30-åriga statsobligationer till som lägst 0,6 %. Enligt Navigants rapport uppgår löptidspremien till 0,5-0,9 %.

64 Sammanfattningsvis visar utredningen i målen att det finns en löptidspremie och även den enda utredning som Ei hänvisat till, Riksgäldens PM, ger stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge.

65 Vad gäller nivån på löptidspremien har Swedegas åberopat omfattande utredning från välrenommerad ekonomisk expertis som ger ett starkt och entydigt stöd för slutsatsen att löptidspremien, utifrån ett rimligt försiktigt intervall, uppgår till 0,3-0,6 %.

4 Marknadsriskpremie

66 Ei fortsätter att argumentera för ett förenklat matematiskt samband mellan marknadsriskpremien och den riskfria räntan och påstår att en ändring av den riskfria räntan "med nödvändighet" medför att även marknadsriskpremien ska ändras. Påståendet är felaktigt, vilket Swedegas har utvecklat i Överklagandet (se punkt 122-131).

67 Ei anger att den förhållandevis höga marknadsriskpremien i Ei:s beslut har ett tydligt samband med att den riskfria räntan har varit låg och kan förväntas fortsätta vara låg, och att det därför skulle vara direkt felaktigt att använda samma höga marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån Ki:s nioåriga prognos.

68 Ei:s resonemang går inte ihop. Ei har i de överklagade besluten fastställt marknadsriskpremien till 5 % utifrån EY:s rapport i vilken det anges att premien på den svenska marknaden i ett normalt marknadsläge kan uppskattas till 5 %. Det finns inget stöd för att 5 % skulle vara en "förhållandevis hög" marknadsriskpremie utifrån att den aktuella nivån på den riskfria räntan är låg. Det kan här noteras att EY i sin bedömning av marknadsriskpremien för elnätsföretagen avseende tillsynsperioden 2016-2019 uttalat att en

”förhöjd marknadsriskpremie” uppgår till 6,50 % respektive 5,50 % i ett lågränteläge för år 2016 och 2017. För år 2019 antar EY att marknadsriskpremien uppgår till 5,0 % i linje med EY:s antagna återgång till ett normalare ränteläge.

- 69 Swedegas vidhåller att det, utifrån ett långsiktigt perspektiv, saknas skäl att justera marknadsriskpremien. En nivå om 5 % utgör ett långsiktigt normaliserat värde på marknadsriskpremien.
- 70 Om någon justering av marknadsriskpremien ändå ska ske, ska den snarare höjas utifrån en tillämpning av samma beräkningsmetod som förvaltningsrätten använt för den riskfria räntan, dvs. utifrån en nioårsprognos (se Överklagandet, punkt 130-132).
- 5 Särskild riskpremie
- 71 Ei anger att enligt CAPM-modellen kan de icke-systematiska riskerna diversifieras bort genom att investera i andra tillgångar och därmed sprida riskerna. Som det får förstås menar Ei att den särskilda riskpremien endast ska avse icke-systematiska risker som inte kan diversifieras bort. Resonemanget är felaktigt. Det följer uttryckligen av 6 kap. 12 § naturgaslagen att avkastningen ska beräknas på den regulatoriska kapitalbasen, dvs. med utgångspunkt i de tillgångar som naturgasföretagen använder för att bedriva verksamheten. Ei ska därför vid bedömningen av naturgasföretagens regulatoriska avkastning bortse från naturgasföretagens eventuella diversifiering och investeringar i andra tillgångar för att sprida riskerna.
- 72 Ei hänvisar till att myndigheten i sitt beslut avseende elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2016-2019 har funnit att det i elnätsverksamhet inte är motiverat med någon särskild riskpremie. Det ska dock understrykas att denna fråga är under prövning vid förvaltningsrätten. Elnätsföretagen har bland annat invänt att Ei:s borttagande av den särskilda riskpremien står i strid med praxis, Ei:s egna experters bedömning av den särskilda riskpremien och många års konsekvent tillämpning av en särskild riskpremie för elnätsföretagen.
- 73 Ei hänvisar vidare till hur PTS bedömt frågan om särskild riskpremie i regleringen av telekombranschen. Jämförelsen är irrelevant. Som framgått ovan är det olika syften som ligger bakom regleringarna och väsentliga skillnader mellan marknaderna. Huruvida PTS anser att det är motiverat med en särskild riskpremie eller inte för de företag som omfattas av PTS tillsyn säger därför ingenting om det är motiverat med en särskild riskpremie för naturgasföretagen.
- 74 Ei påstår att en högre särskild riskpremie skulle leda till att kalkylräntan för gasnätsföretagen överskattas. Ei utvecklar inte detta närmare utan hänvisar endast till vad Ei anfört i sitt yttrande till förvaltningsrätten den 7 december 2015 i vilket Ei genom en slags baklängesräkning gör en jämförelse med betavärdet. Som Swedegas utvecklat i sitt yttrande till förvaltningsrätten den 18 december 2015 är dock jämförelsen missvisande. Betavärdet och den företagsspecifika risken mäter olika saker och kan inte jämföras på det sätt som Ei gör. Betavärdet utgör ett mått på systematisk risk och uppskattas vanligen utifrån volatilitet i ett företag eller bransch i förhållande till aktiemarknadsindex. Icke-systematiska risker eller andra företagsspecifika risker, såsom regulatorisk risk, fångas inte i betavärdet. De nämnda riskerna mäter således de risker som inte fångas upp i betavärdet och ska inte jämföras med betavärdet på det sätt Ei gör.
- 75 Vidare anger Ei – utan närmare motivering – att vad som föregått metodbytet från RA-metoden till RL-metoden inte innebär att Swedegas kunnat inrätta sig efter ett visst metodval på sådant sätt att det motiverar något tillägg till den beslutade särskilda riskpremien.

Swedegas vidhåller att den regulatoriska risken är påtaglig, vilket bland annat kommer till uttryck genom metodbytet, vilket måste beaktas i den särskilda riskpremien. Som Swedegas redogjort för i Överklagandet är detta även något som Ei själva uttalat i samband med att bytet av metod från RA till RL genomfördes för elnätsföretagen inför tillsynsperioden 2016-2019 (se Överklagandet, punkt 152). Ei tycks dock inte vilja kännas vid detta uttalande.

6 Kreditriskpremie

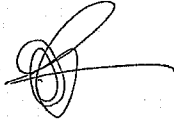
- 76 Kreditriskpremien motsvarar vad en långivare kräver, utöver den riskfria räntan, som kompensation för att låna ut pengar. Den ska beakta förväntad kostnad för framtida lånefinansiering, dvs. naturgasföretagens långsiktiga upplåningskostnad. Enligt ekonomisk teori ska kreditriskpremien fastställas utifrån en löptid som motsvarar investeringshorisonten för att ta höjd för bland annat refinansieringsrisker. Investeringshorisonten för gasnät är 50-90 år.
- 77 Det är en vedertagen uppfattning att riskpremien för krediter med långa löptider är högre än riskpremien för krediter med korta löptider. Det tillämpas således generellt sett en löptidspremie på kreditriskpremien när det är fråga om längre löptider på krediter.
- 78 Som Swedegas utvecklat i sitt Överklagande har den metod som Ei tillämpat för att bestämma kreditriskpremien för naturgasföretagen en brist och det är att den – i strid med vedertagen ekonomisk teori – inte bedömer naturgasföretagens kostnad för lånat kapital utifrån en löptid som sammanfaller med investeringshorisonten. Ei har istället, precis som med den riskfria räntan, bedömt kostnaden för lånat kapital utifrån en löptid på tio år.
- 79 Den utredning av PwC som Swedegas åberopat i kammarrätten visar att kostnaden för lånat kapital är klart högre med en finansiering på 30 år jämfört med en finansiering på 10 år. Av utredningen framgår även att den högre kostnaden förklaras av en löptidspremie för den riskfria räntan och en löptidspremie för kreditriskpremien. Utifrån de index som PwC granskat har dock löptidspremien hänförlig till kreditriskpremien utöver löptidspremien på den riskfria räntan med 30-årig löptid bedömts vara av begränsad storlek. Av försiktighetsskäl har Swedegas därför inte argumenterat för en högre kreditriskpremie än den som Ei har fastställt, dvs. 1,8 %.
- 80 Ei:s metod för kreditriskpremien måste justeras så att kostnaden för lånat kapital, liksom den riskfria räntan, bedöms utifrån en finansiering med 30 års löptid annars är metoden inte förenlig med vedertagen ekonomisk teori. Att en löptidspremie på kreditriskpremien finns, och ska tillämpas när det är fråga om långa löptider, är vedertaget – dock att storleken på löptidspremien enligt PwC:s utredning har bedömts vara begränsad med hänsyn till löptidspremien på den riskfria räntan. Av detta följer att den kreditriskpremie som Ei tillämpat, och som Swedegas kan godta om en löptidspremie läggs till den riskfria räntan, knappast kan leda till en ”överskattning” av kalkylräntan utan tvärtom är i underkant.
- 81 Mot bakgrund av ovan och tidigare yttranden måste kreditriskpremien fastställas till i vart fall 2,4 % om en löptidspremie inte tillämpas för den riskfria räntan, eftersom det i sådant fall inte sker en nödvändig kompensation för den längre löptiden genom löptidspremien på den riskfria räntan och då det, med hänsyn till refinansieringsrisken och den långa löptiden, krävs en högre nivå på kreditriskpremien.

D Den fortsatta handläggningen

- 82 Ei har begärt att kammarrätten enligt 24 § förvaltningsprocesslagen ska utse en sakkunnig. Swedegas anser inte, bland annat mot bakgrund av att såväl Ei som Swedegas åberopat utlåtanden från sakkunniga, att det finns skäl att från rättens sida utse en särskild sakkunnig. Förvaltningsrätten fann inte heller skäl att utse någon sådan sakkunnig.

83 Swedegas ser för närvarande inte något behov av muntlig förhandling.

Som ovan



Marcus Axelryd



Linda Landén

BILAGEFÖRTECKNING

- Bilaga 1** Navigant Consulting, Inc, Long-term risk-free rates and their use in cost of capital calculations, daterad 27 maj 2016. En översättning till svenska bifogas som bilaga till rapporten.
- Bilaga 2** Yttrande av PTS den 20 november 2015 till Förvaltningsrätten i Stockholm i mål nr 10447-15.
- Bilaga 3** PwC, Kommentarer – Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet, 11 oktober 2016.
- Bilaga 4** EY, Energimarknadsinspektionen: Uppdaterad WACC för elnätsföretag, daterad 26 mars 2014.