

Datum
2015-04-13

Diariernr
2014-101952

Er beteckning
Mål nr 8021-14

Förvaltningsrätten i Linköping
Enhet 1
Box 406
581 04 Linköping

Mål nr 8021-14; E.ON Gas Sverige AB ./ Energimarknadsinspektionen

Energimarknadsinspektionens inställning

Energimarknadsinspektionen (Ei) bestrider E.ON Gas Sverige AB:s (Eon) yrkanden.

Vid bifall till grunderna för Eon:s förstahandsyrkande, ökade påverkbara kostnader och en kalkylränta om 7,5 procent, ska intäktsramen enligt Ei:s beräkningar fastställas till 2 157 121 tkr i 2013 års prisnivå.

Den påverkbara kostnaden

Ei har valt att använda företagets historiska påverkbara kostnader vid beräkningen av intäktsramen. Denna metod är densamma som användes för elnätsföretagens intäktsramar för perioden 2012-2015.

Kammarrätten i Jönköping har i elnätsmålen, mål nr 101-14 ([bilaga 1](#)) sid 52, uttalat att schabloniseringar och förenklingar är nödvändiga och att hänsyn normalt inte ska behöva tas till mindre avvikelser när det gäller beräkningen av de löpande påverkbara kostnaderna.

I det aktuella fallet har Ei i beslutet inte godtagit Eon:s ansökan om ökade påverkbara kostnader under tillsynsperioden, med utgångspunkt i en prognos för tillsynsperioden. Eon har nu ändrat sin inställning något och begär istället ett tillägg till de historiska kostnaderna. Detta tillvägagångssätt är mer förenligt med den av Ei använda grundmetoden för beräkning av skäligen påverkbara kostnader. Ett tillägg till de historiska påverkbara kostnaderna enligt årsrapporter ska dock enligt Ei endast medges under speciella omständigheter till följd av grundläggande verksamhetsförändringar som motiverar ökade kostnader samt att beräkningarna måste vara rimliga. Den nödvändiga schabloniseringen riskerar annars att urvattnas och antalet varianter på beräkning av påverkbara kostnader kan bli oändliga och mycket svåra att hantera, bedöma och inte minst att kontrollera.

När det gäller Eons nu framställda yrkanden är det Ei:s inställning att försäljningen av transmissionsverksamheten, i sig inte motiverar en höjning av de påverkbara kostnaderna för distributionsverksamheten, samt att yrkandet är orimligt och underlaget

bristfälligt. När det gäller yrkandet till följd av Eon:s val att redovisa på visst sätt är det Ei:s inställning att det inte ska förändras att metoden frångås. Motiven till Ei:s bedömning är följande.

Avyttring av transmission- och lagerverksamheterna

Avyttringen av transmissions- och lagerverksamheterna innebär inte någon direkt förändring i den här aktuella distributionsverksamheten. Bolaget som sådant har dock genomgått en större förändring, som visserligen skulle ha kunnat få vissa effekter även på distributionsverksamheten. För att de påverkbara kostnaderna ska höjas till följd av detta är det dock enligt Ei nödvändigt att det tydligt går att härleda kostnaderna och att de framstår som skäliga. Så är inte fallet här. Bristerna består bl.a. i att en orimligt stor del av kostnaderna som tidigare belastade transmissionsverksamheten enligt Eon fortfarande kvarstår. De siffror som Eon har använt vid sin beräkning stämmer inte heller i alla delar med de belopp som har redovisats i de årsrapporter som har getts in till Ei för de aktuella åren. Beloppen avseende kostnad för överliggande gasnät 2009 stämmer således inte med de till Ei ingivna årsrapporterna. Enligt årsrapporterna är dessa belopp för 2009 135 264 tkr (transmission) respektive 1 838 tkr (lagring). Kostnaden för råvaror och förnödenheter i lagringsverksamheten 2010 uppgår enligt årsrapporten till 3 239 tkr.

En orimligt stor del, över 60 procent, av de totala kostnaderna som tidigare belastade transmissions- och lagringsverksamheten kvarstår enligt Eons beräkningar. Av dessa kvarstående kostnader ska över 50 procent enligt Eon allokeras till distributionsverksamheten. Det innebär att över 30 procent av de totala kostnaderna för transmissionsverksamheten nu istället ska belasta distributionsverksamheten. Om vi enbart ser till personalkostnaderna är andelen ännu större. Ei har sammanställt andelen kvarvarande kostnader utifrån Eons beräkningar i [bilaga 2](#).

När delar av verksamheten avyttras kan det visserligen vara så att någon del av kostnaderna kvarstår. En större del av personalkostnaderna och övriga kostnader borde dock rimligen flyttas till det bolag som tar över verksamheten och därmed minska betydligt i Eons verksamhet. Ei kan därför inte godta Eons yrkanden i denna del.

Det kan tilläggas att Swedegas i detta fall i sin intäktsram fått täckning för de påverkbara kostnader som tidigare belastade Eon för denna verksamhet. Swedegas kunder får således betala kostnaderna för verksamheten. Om Eons yrkande skulle godtas skulle det innebära att kunderna får betala orimligt mycket mer för samma tjänster enbart till följd av avyttringen av verksamheten. Om vi istället antar att transmissionsverksamheten hade överlåtits under en pågående tillsynsperiod skulle fördelningen av intäktsramen, och därmed de här aktuella kostnaderna, ha skett enligt reglerna i 6 kap. 21 § naturgaslagen. Den fastställda intäktsramen för transmissionsverksamheten skulle då gälla för övertagaren av verksamheten. En jämförelse kan också göras med 5 kap. 25 § ellagen där det framgår att en intäktsram ska fördelas proportionerligt i förhållande till hur stor del av kapitalbasen som överlåtits om intäktsramen gäller för en överlåtten nätkoncession tillsammans med annan nätkoncession.

Eons principer för kostnadsallokering

Enligt 3 kap. 3 § naturgaslagen ska verksamhet som rör överföring av naturgas ekonomiskt redovisas skilt från annan verksamhet. Transmission och distribution ska då redovisas var för sig. Eon är alltså skyldigt att särredovisa distributionsverksamheten. Vid beräkningen av historiska påverkbara kostnader utgår Ei från företagens årsrapporter, som ska upprättas enligt kraven i naturgaslagen och förordningen (2006:1051) om redovisning och revision av överföring av naturgas, lagring av naturgas och drift av förgasningsanläggning. Till Ei ingivna årsrapporter har också godkänts av bolagens revisorer. Det är en rimlig utgångspunkt vid Ei:s bedömning att årsrapporterna är korrekta och att särredovisning har skett. Om koncernen har gjort ett val att redovisa kostnader på visst sätt framgent, kan det i sig inte motivera att de av bolagen ingivna årsrapporterna för den reglerade verksamheten, inte ska läggas till grund för bedömningen vid fastställande av intäktsramen.

Det förhållandet att moderbolaget har förändrat sitt sätt att fördela kostnader innebär dessutom inte i sig någon verksamhetsförändring som motiverar att principen för beräkning av påverkbara kostnader frångås.

Kalkylräntan

Ei vidhåller vad som anförts i de överklagade besluten med följande tillägg och förtydliganden.

Det framgår tydligt av såväl de här aktuella målen som av målen om elnätsföretagens intäktsramar att det finns ett flertal sätt att fastställa de olika parametrarna vid en Weighted Average Capital Cost (WACC)-beräkning och att värdena på dessa kan variera kraftigt utan att för den sakens skull vara direkt felaktiga. Det är Ei:s uppfattning att rimligheten i det slutliga värdet vid beräkningen måste kontrolleras. Det är helt enkelt inte möjligt att bedöma rimligheten i varje enskild parameter, utan att se helheten. Den av Eon yrkade reala kalkylräntan (WACC) om 7,5 procent för gasnätsföretag bedömer inte Ei som rimlig, särskilt inte om man ser till det rådande ränteläget. En tillämpning av den kalkylränta som Eon yrkar skulle därmed strida mot naturgaslagen.¹

Ei har uppdragit till Ernst & Young att ytterligare utveckla de metodmässiga grunderna till de ställningstaganden som de gjorde i utlåtande den 2 september 2014 och som bifogats de överklagade besluten (WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioderna 2012,2013 samt 2015-2018). Ernst & Young har därför den 31 mars 2015 lämnat utlåtandet - WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden 2015-2015, utveckling av metodmässiga grunder, [bilaga 3](#). Ei återoppar detta utlåtande till stöd för att de av Ei använda metoderna för att fastställa kalkylräntan är korrekta och ger ett rimligt resultat samt till stöd för att den av Eon använda metoden för beräkning av kalkylränta inte är vedertagen och leder till ett orimligt resultat. Ei återkommer till detta nedan.

¹ WACC och kalkylränta används synonymt i yttrandet

Betydelsen av utgången i Elnätsmålen

Eon har hänvisat till Kammarrätten i Jönköpings avgöranden den 10 november 2014 angående elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012 – 2015 (mål nr 61-14, 101-14 och 129-14), ”**elnätsmålen**”. Kammarrätten har i domarna kommit fram till att kalkylräntan för elnätsföretagen för den där aktuella tillsynsperioden (2012-2015) ska vara 6,5 procent. Ei överklagade kammarrättens domar till Högsta förvaltningsdomstolen (HFD) som inte har meddelat prövningstillstånd. Kammarrättens domar och beslut har alltså vunnit laga kraft.²

Ei har i de här aktuella besluten fastställt kalkylräntan i enlighet med de övergripande principer som följer av kammarrättens domar i elnätsmålen. Ei har använt en vedertagen metod, WACC-metoden, och prövat de i metoden ingående enskilda parametrarna. Varje enskilt parametervärde och motiven till de värden som fastställts framgår tydligt av Ei:s beslut.

Ei menar att det framgår tydligt av kammarrättens domar att bedömningen av de olika parametrarna i WACC-beräkningen endast avsåg elnätsföretagens intäktsramar för perioden 2012-2015 och inte ska vara vägledande för andra perioder eller regleringar.

I besluten om intäktsramar för elnätsföretagen för tillsynsperioden 2012-2015 fastställde Ei inte enskilda parametervärden, utan endast den samlade nivån för kalkylräntan. Detta tillvägagångssätt underkändes av kammarrätten som, i motsats till Ei, menade att ett specifikt värde för varje parameter måste fastställas.

Det framgår att kammarrätten i denna situation övervägde att återförvisa målen till Ei för ny beräkning av kalkylräntan. Kammarrätten ansåg sig dock tvungen att själv göra beräkningen främst på grund av den tid som hade förflutit. Detta framgår bl.a. av följande uttalande i domen.

Kammarrätten anser därför att rätten, med tillämpning av WACC-metoden, måste bestämma en kalkylräntan som ska användas för den aktuella tillsynsperioden.

Det framgår också av domarna att kammarrätten ansett sig bunden av parternas argumentation och den bevisning som hade åberopats. Det framgår bl.a. av följande uttalande i domen.

Kammarrättens bedömning av vad som kan vara ett rimligt värde för parametrarna görs enbart utifrån parternas argumentation och den bevisning som de har åberopat, främst i form av expertutlåtanden.

Det förhållandet att Högsta förvaltningsdomstolen inte meddelade prövningstillstånd i elnätsmålen talar också för att domstolen inte ansett att kalkylräntebedömningen i målen är prejudicerande för kommande perioder och/eller regleringar.

² Ei har återkallat överklagandena av de mål som inte var pilotmål.

Kammarrättens bedömning i elnätsmålen kan såklart användas som underlag för argumentation i de aktuella processerna. Den underliggande utredning som legat till grund för kammarrättens bedömning av enskilda parametervärden har dock vissa allvarliga brister, som Ei återkommer till nedan under respektive parameter.

Kammarrättens domar i elnätsmålen innebär att Ei i sin metod, som nämnts ovan, måste fastställa enskilda parametrar i sin kalkylränteberäkning och redovisa dessa parametervärden i sitt beslut. Kammarrätten har således underkänt den metod som Ei använt för tillsynsperioden 2012-2015 och samtidigt anvisat vilken metod Ei ska använda för kommande perioder. Däremot kan av naturliga skäl de enskilda parametervärdena förändras utifrån den situation som råder utan att för den skull den av kammarrätten anvisade metoden ändras.

De brister som kammarrätten av processuella skäl utgått ifrån i elnätsmålen är en direkt följd av de brister som förelåg i underlaget till Ei:s beslut. Det förhållandet att det funnits vissa brister i underlagen till tidigare beslut innebär dock inte att rätten vid sin prövning av andra tillsynsperioder för elnäten och andra regleringar, t ex gasnäten, helt kan bortse ifrån att bristerna nu åtgärdats. Under förutsättning att Ei följer den anvisade metoden och därvid med användande av ett korrekt och utförligt redovisat underlag kommer fram till parametervärden som skiljer sig från elnätsmålen och som säkerställer att avkastningen för gasnätsföretagen blir rimlig måste dessa kunna användas. Rätten har gällande gasnätsregleringen ett annat och bättre underlag att ta ställning till än vad som var fallet vid kammarrättens prövning i elnätsmålen.

De skillnader som uppvisas i beräkningar av kalkylränta mellan olika sakkunniga visar på komplexiteten i frågan och svårigheterna att objektivt bedöma vad som utgör en korrekt kalkylränta och därmed en rimlig avkastning enligt gasnätsregleringen. Det är självklart så att denna bedömning även utgör en utmaning för Ei. Ei har också tagit lärdom av processerna avseende elnätsföretagens intäktsramar för tillsynsperioden 2012-2015.

Nedan kommer Ei visa att de beslutade parametervärdena i kalkylränteberäkningen är rimligare än Eon:s bedömningar.

Betydelsen av "Underbilagan"

Eon hänvisar, liksom kammarrätten, särskilt när det gäller frågan om den riskfria räntan till en underbilaga 4 till bilaga 3 (Ei PM 2011:7) till Ei:s beslut om intäktsramar för elnätsföretagen för perioden 2012-2015 (underbilagan). Ei har vid ett flertal tillfällen i elnätsprocesserna påtalat att bilagan inte var avsedd som ett beslut om parametervärden vid beräkningen av kalkylräntan. Avsikten med underbilagan har aldrig varit att fastställa parametervärden till grund för kalkylräntan. Det är Ei:s uppfattning att det framgår av Ei PM 2011:7 att underbilagan endast var avsedd som en ytterligare rimlighetskontroll av bedömningen av en rimlig avkastning. Det framgår också tydligt att det var en sammanvägning av två konsultutlåtanden som låg till grund för bedömningen. Ei har utförligt redogjort för sin inställning angående detta i yttrande till kammarrätten den 26 juni 2014, [bilaga 4](#) avsnitt 4.1-4.7.

Av processuella skäl har dock kammarrätten vid sin prövning i elnätsmålen förutsatt "att EI:s inställning är att parametrarna, när beräkningarna ska göras på det sätt som kammarrätten bestämt, ska ha det värde som EI använt i bilaga 4 till EI PM 2011:07." I gasnätsmålen har Ei däremot redovisat vilken inställning myndigheten har till enskilda parametervärden. Det är dessa värden som nu ska ligga till grund för rättens prövning och inte vad som står i en underbilaga till beslut i tidigare elnätsreglering. Underbilagan har spelat ut sin roll och saknar betydelse för andra regleringar och även för kommande elnätsregleringar.

Tidsperspektivet

En fråga som har fått stor betydelse såväl i elnätsmålen som i de aktuella överklagandena är vilket tidsperspektiv som ska användas vid fastställande av kalkylräntan. Ordet långsiktigt används i detta sammanhang slarvigt och utan närmare förklaringar. När varje enskild parameter ska fastställas särskilt och framgå direkt av besluten/domarna är det viktigt att det tydligt framgår hur varje enskild parameter har bedömts och vilket tidsperspektiv som därvid har använts. Det är inte tillräckligt att ange att ett långsiktigt tidsperspektiv är utgångspunkten.

Ei har inte frångått kammarrättens övergripande bedömning i elnätsmålen om att ett långsiktigt tidsperspektiv ska användas. Det tidsperspektiv som Ei har använt är långsiktigt i finansiella sammanhang. Här kan det samtidigt noteras att kammarrätten även ifråga om långsiktigheten tydligt begränsar domen till den där aktuella regleringen och tillsynsperioden. Domstolen uttalar således att det för tillsynsperioden 2012-2015 är rimligt och i överensstämmelse med regleringens syfte att anlägga ett långsiktigt perspektiv.

Ei återkommer till frågan om tidsperspektivet nedan under respektive parameter.

Risikfri ränta

Eon menar att den riskfria räntan ska fastställas till 4,0 procent i enlighet med kammarrättens domar i elnätsmålen. Såvitt Ei kan förstå menar Eon också att den riskfria räntan ska ligga fast även under kommande tillsynsperioder.

BNP och inflation är inte en vedertagen eller bra metod för fastställande av riskfri ränta

Kammarrätten har i sina domar utgått från summan av den förväntade BNP-utvecklingen och långsiktigt inflationsmål som mått på riskfri ränta. Kammarrätten har därvid tagit fasta på argumentationen i den underbilaga till Ei:s beslut för elnätsföretagen som nämnts ovan. Kammarrätten fann således *inte skäl att frångå* Ei:s bedömning. Ei:s bedömning såsom den kom till uttryck i underbilagan var dock bristfällig. Bedömningen låg inte heller till grund för Ei:s beslut, enligt vad Ei redogjort för ovan.

Att utgå från BNP och inflationsmål vid bedömningen av riskfri ränta är inte ett bra tillvägagångssätt av flera skäl. Det är heller inte ett vedertaget sätt att fastställa riskfri ränta för användning i CAPM (Capital Asset Pricing Model) eller i WACC-metoden.

Avkastning är ett ekonomiskt begrepp som beskriver hur mycket en tillgång förändrats i värde från en tidigare tidpunkt. Den riskfria räntan är den förväntade avkastningen för tillgångar som inte har någon risk och utgör ett fundament i all finansiell värdering. När man använder riskfri ränta är det centralt att också definiera vilken som är den underliggande tillgången som den riskfria räntan är avkastning för. Den riskfria räntan beräknas vanligen utifrån statsobligationer med viss löptid. Statsobligationer används ofta som underliggande riskfri tillgång i länder där risken för statskonkurs är obefintlig eller nära noll exempelvis Sverige.

Det finns ingen underliggande tillgång kopplat till ett mått som utgörs av summan av BNP och inflationsmål. Det finns inget instrument på de finansiella marknaderna som har en avkastning kopplat till summan av BNP och inflationsmål. Det måttet representerar varken en avkastning eller någon tillgång som finns att tillgå på de finansiella marknaderna. Underliggande data till måtten innehåller dessutom betydande osäkerheter. Riksbankens mål för inflation är en given policyvariabel som skiljer sig markant från både inflationsprognos och faktiskt inflationsutfall i marknaden och denna diskrepans mellan mål och utfall har bestått under ett antal år. BNP-utvecklingen är en prognos baserad på historiska data och är per definition osäker.

Att använda summan av BNP och inflation som mått på riskfri ränta är inte vedertaget. BNP och inflation är inte ett mått som varken används eller bör användas som riskfri ränta i en WACC-beräkning. Här kan det tilläggas att inte heller de av Eon åberopade experterna har fört fram BNP och inflation vid sina egna beräkningar av kalkylränta. Övriga nordiska länder använder inte heller dessa parametrar, se [bilaga 3](#) sid. 9. Det gör inte heller Post- och telestyrelsen (PTS) som i sin reglering använder 10-åriga statsobligationer vid fastställande av riskfri ränta. Av PTS sammanställning över andra länders regleringar framgår också att inte heller något annat land för dessa regleringar använder BNP och inflation, se [bilaga 5](#) sid. 19.

Av Ernst & Youngs utlåtande, [bilaga 3](#) sid. 4, framgår också att "BNP-metoden" inte förekommer i någon litteratur för investeringsbedömning som de känner till. Det framgår också att de aldrig har hört talas om någon marknadsaktör som baserar sin räntebedömning på denna metod. Vidare känner de inte till något land som tillämpar BNP-metoden i sin reglering av el- eller gasnätsföretag. Av yttrandet framgår dessutom att det inte finns något empiriskt stöd för metoden.

Vid användning av BNP och inflation finns ett flertal risker. Ansatsen ger för hög avkastning när ränteläget är lågt, som idag, och för låg avkastning när ränteläget är högt, se t ex Ernst & Youngs yttrande i elnätsmålen, [bilaga 6](#) sid. 3.

Av det anförda framgår det således att BNP och inflation varken är en vedertagen metod eller utgör ett bra mått på riskfri ränta. De olika experterna som har åberopats i så väl elnätsmålen som i de här aktuella målen har istället utgått från statsobligationer med olika löptid. Detta är också en allmänt vedertagen metod väl förankrad i ekonomisk teori för att skatta riskfri ränta. Ei:s uppfattning är att 10-åriga svenska statsobligationer är det bästa tillgängliga underlaget.

10-åriga statsobligationer är ett vedertaget och bra sätt att fastställa riskfri ränta

Löptiden på den riskfria räntan ska i teorin motsvara investeringshorisonten. Om man då skulle likställa investeringshorisonten med tillgångarnas ekonomiska livslängd skulle perspektivet för distributionsföretag inom gas behöva vara 50 år. Det finns dock inga statsobligationer med den löptiden. Det finns inte heller någon annan data tillgänglig för att kunna beräkna WACC med detta tidsperspektiv. Det närmaste man kan komma vad gäller obligationer är enstaka år med likvida svenska 30-åriga statsobligationer, alternativt utländska 30-åriga statsobligationer. Det går alltså inte att matcha den ekonomiska livslängden. Det är dessutom inte lämpligt att använda utländska statsobligationer eftersom de inte representerar den svenska kontexten i vilken företagen verkar.

Slutsatsen av detta är att det inte finns kontinuerlig representativ data för längre tidsperioder än 10 år. Ei menar dessutom att ett 10-årigt tidsperspektiv är bra av flera skäl. För de flesta infrastrukturinvesteringar finns det en tydlig skillnad mellan tillgångens livslängd och tidshorisonten för finansieringen. Livslängden kan för infrastrukturinvesteringar vara lång, exempelvis 40 år. Däremot finansieras inte investeringar med en livslängd på 40 år med lån där löptiden är 40 år. Den typen av lån finns i praktiken inte. Istället är en vanlig löptid och ibland även räntebindningstid för infrastrukturinvesteringar 5-10 år. 10 år anses generellt vara lång sikt i finansieringssammanhang.

WACC-metoden används för att beräkna kostnaderna för ett företags finansiering. Den framräknade WACC:en representerar den lägsta avkastning som ett företag kan tolerera för att klara av sina långgivares räntekrav och sina ägares avkastningskrav. Som WACC:en är definierad är det därför rimligt att använda finansieringshorisonten som tidsperspektiv.

Vid användning av BNP och inflation finns som nämnts ovan ett flertal risker. Ansatsen ger för hög avkastning när ränteläget är lågt, som idag, och för låg avkastning när ränteläget är högt. Detta innebär i sin tur att företagen blir överkompenserade i förhållande till den marknadsrisk som redan är inkorporerad i marknadsriskpremien och som företagen ersätts för. I dagens lågräntesituation finns det därför tydliga incitament för att förespråka detta perspektiv. När räntorna går upp är det å andra sidan högst troligt att företagets verkliga finansieringskostnad påverkas och incitamenten för investeringar kommer då att minska. Om regleringen i ett sådant läge skulle anpassas skulle det medföra att kunderna totalt sett får betala för höga avgifter och företagets avkastning blir orimligt hög. Ei menar att ett sådant scenario är sannolikt och utgör ett ytterligare skäl för att fastställa den riskfria räntan utifrån 10-åriga statsobligationer, dvs enligt vedertagen metod.

Ei:s metod för fastställande av den riskfria räntan utifrån 10-åriga statsobligationer är alltså den mest vedertagna metoden. Att Ei:s metod är så väl rimlig som vedertagen även för verksamheter med tillgångar med lång livslängd stärks ytterligare av det förhållandet att PTS i sin reglering av det fasta nätet använder 10-åriga statsobligationer vid

fastställande av kalkylränta, se bilaga 5. PTS beslut är grundat i en jämförande analys av internationell praxis och metoder. Vi vill också hänvisa till den av PwC årliga studien av den svenska aktiemarknaden i vilken det tydligt framgår att två tredjedelar av alla respondenter använder sig av 10-åriga statsobligationer som underlag för den riskfria räntan.³

Det bör slutligen tilläggas att utgångspunkten för fastställande av riskfri ränta även påverkar bedömningen av andra parametrar. Som tidigare nämnts utgör riskfri ränta ett fundament i all finansiell värdering och utgör enligt teorin en avkastning på en underliggande riskfri tillgång som finns att tillgå i marknaden. Både CAPM som används för att ta fram avkastning på eget kapital, vilket är en parameter i WACC beräkningen, och WACC är teoretiskt grundade, vedertagna metoder med tydliga antaganden och förutsättningar. Därmed kan det konstateras att det är direkt olämpligt att vid tillämpning av dessa metoder introducera ett icke-vedertaget och icke-teoretiskt grundat mått på riskfri ränta. BNP + inflation som mått på riskfri ränta medför därmed att inte heller övriga parametrar kan sägas ha fastställts i enlighet med vedertagen metod.

Marknadsriskpremien

Marknadsriskpremien definieras som skillnaden mellan förväntad avkastning på aktiemarknadsindex (rm) och riskfri ränta.

Eon har inte framfört några invändningar mot den av Ei använda marknadsriskpremien om 5 procent. Marknadsriskpremien är dock beroende av vilket tidsperspektiv som har använts vid fastställande av både förväntad avkastning på aktiemarknadsindex och riskfri ränta samt den riskfria räntan i sig själv. Det är således inte korrekt av Eon att använda samma marknadsriskpremie när BNP och inflation används som mått för riskfri ränta som Ei har använt när 10-åriga statsobligationer är utgångspunkten. För att exemplifiera visar vi följande:

Marknadsriskpremie = 5% och riskfri ränta = 3.33% dvs $5\% = (rm - 3.33\%)$ vilket ger $rm =$ förväntad avkastning på aktiemarknadsindex = 8.33% (5% + 3.33%).

Om den riskfria räntan istället bestäms till 4% så blir marknadsriskpremien $8.33\% - 4\% = 4.33\%$.

Eon borde ha justerat marknadsriskpremien för den nya riskfria räntan, vilket hade resulterat i en lägre kalkylränta.

Ei hänvisar här till Ernst & Youngs utlåtande, bilaga 3 sid. 3-4.

³ Riskpremien på den svenska aktiemarknaden – PwC 2015, s.12.
https://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2014.pdf

Inflation

Vid omräkning från nominell kalkylränta till real kalkylränta har Ei i sin bedömning i de överklagade besluten utgått från Riksbankens KPIF prognos för 2015-2016 samt det långsiktiga inflationsmålet därefter och sammantaget beräknat inflationsförväntan till 1,90 procent, i enlighet med Ernst & Youngs beräkning. Ei menar att detta är ett rimligt tillvägagångssätt.

I elnätsmålen utgick kammarrätten från en inflation om 2 procent. Det framgår dock inte hur kammarrätten har kommit fram till just 2 procent.

Här kan det tilläggas att en höjning av inflationen till 2 procent i sig medför en *lägre* real kalkylränta.

Kreditriskpremien

Kreditriskpremien är differensen mellan kostnad för lånat kapital och riskfri ränta, dvs. det som brukar benämnas Cost of debt – riskfri ränta. På de finansiella marknaderna idag är långa lån extremt dyra och mycket ovanliga bland företag. Som nämns av Ernst & Young kräver långivare högre kreditpåslag på lån med långa löptider för att skydda sig mot exempelvis omfinansieringsrisk och högre upplåningskostnad. En vanlig tidshorisont för lån är snarare fem än tio år. Ei menar att ett 10-års perspektiv är relevant utifrån för enhetlighet i tidsperspektiv vid fastställande av de olika parametrarna i kalkylränta, dvs det är neutralt mot löptider. Ei hänvisar här också till Ernst & Young, [bilaga 3](#) sid. 7-8.

Särskild riskpremie

Ei har använt en särskild riskpremie om 1,5 procent. Eon hävdar istället att den ska vara 2 procent. Skälen till detta skulle vara att kammarrätten i elnätsmålen har använt en särskild riskpremie om 1 procent.

Ibland och för vissa typer av verksamheter förekommer det att man till CAPM lägger till en särskild riskpremie/riskpremietillägg. Tanken bakom ett sådant tillägg är att det ska fånga upp eventuella risker som inte är diversifierbara eller systematiska och som *inte redan fångas av marknadsriskpremien*. Utgångspunkten är alltså att normala/vanliga risker i den aktuella typen av verksamhet redan ersätts genom marknadsriskpremien. Om ett tillägg ska göras genom en särskild riskpremie bör det därför krävas att det tydligt går att identifiera de risker som inte redan ersätts och som då ska ersättas särskilt.

Den svenska gasnätverksamheten bedrivs i monopol. Riskerna är således små jämfört med konkurrensutsatta verksamheter. Samtidigt är riskerna högre än för elnätsföretag främst eftersom kunder kan använda andra energikällor.⁴ Den särskilda riskpremien ska dock inte fastställas i relation till elnätsföretagen utan i relation till gasnätetsföretagens kontext. En särskild riskpremie utgör ersättning för sådan eventuell risk som inte kan diversifieras bort eller redan ersätts via marknadsriskpremien. Det förhållandet att

⁴ Här bör det tilläggas att en minskning av antalet kunder i sig inte utgör någon risk för naturgasföretagen eftersom intäktsramen är helt oberoende av antalet kunder.



naturgasverksamheten har högre risker än elnätsverksamheten innebär således inte, i motsatts till vad Eon hävdar, att den särskilda riskpremien ska vara en viss procent högre än i elnätsregleringen.

Det är alltså inte korrekt att fastställa en särskild riskpremie till 2 procent enbart utifrån en jämförelse med det värde som använts i en annan reglering. Det har inte framförts några skäl till att riskpremien bör fastställas till ett så högt värde som 2 procent. 1,5 procent är en relativt hög särskild riskpremie. Naturgasföretagen blir härigenom klart kompenserade för de eventuella risker som kan finnas och som inte kompenseras genom marknadsriskpremien.

Beloppen

Om de totala löpande påverkbara kostnaderna ändras till 358 631 tkr och kalkylräntan till 7,5 procent enligt Eon:s yrkanden ska intäktsramen enligt Ei:s beräkningar uppgå till 2 157 121 tkr i 2013 års prisnivå.

Detta yttrande har beslutats av chefsjuristen Göran Morén. I den slutliga handläggningen har också chefsekonomen Thérèse Hindman Persson och biträdande chefsjuristen Hanna Abrahamsson, föredragande, deltagit.

Göran Morén

Hanna Abrahamsson

Bilagor

1. Kammarrätten i Jönköpings dom den 10 november 2014 i mål nr 101-14
2. Andel kvarvarande påverkbara kostnader enligt Eon
3. Ernst & Young, WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden 2015-2018, Utveckling av metodmässiga grunder, 31 mars 2015
4. Ei:s yttrande till kammarrätten den 26 juni 2014 i mål nr 61-14
5. Post- och telestyrelsen, Förslag till uppdaterad kalkylränta för det fasta nätet, 2013-06-03
6. Ernst & Young, Uppdaterad WACC för elnätsföretag, 26 mars 2014