

Kammarrätten i Jönköping
Box 2203
550 02 Jönköping

YTTRANDE i mål nr 429-16

Energimarknadsinspektionen ./ E.ON Gas Sverige AB et v.v.

Som ombud för Energimarknadsinspektionen ("Ei") får vi i anledning av kammarrättens föreläggande (aktbilaga 15) anföra följande i anledning av överklagandena från E.ON Gas Sverige AB ("EON").

1 INSTÄLLNING

1.1 Ei bestrider EON:s yrkanden och vidhåller sina egna ändringsyrkanden.

2 BAKGRUND

- 2.1 Ei har i sitt beslut om intäktsramar för EON tillämpat en real kalkylränta före skatt om 6,26 % och såvitt avser EON:s totala löpande påverkbara kostnader i förvaltningsrätten medgett att dessa kan fastställas till 324 015 000 kr efter effektiviseringskrav.
- 2.2 EON yrkade i förvaltningsrätten i första hand att intäktsramarna skulle fastställas till visst belopp och i andra hand att beräkningarna skulle återförvisas till Ei och att den reala kalkylräntan före skatt skulle fastställas till 7,5 % eller den högre nivå som erhålls av annan klagande och att EON:s totala löpande påverkbara kostnader skulle fastställas till 355 891 000 kr. Det fanns även ett tredjehandsyrkande på bl.a. av Ei medgivna nivåer.
- 2.3 Förvaltningsrätten meddelade i domar den 1 februari 2016 att beräkningen skulle återförvisas till Ei varvid den reala kalkylräntan före skatt skulle fastställas till 6,82 % och biföll EON:s yrkande om nivån på de totala löpande påverkbara kostnaderna. I den senare delen var förvaltningsrättens ledamöter inte ense.

- 2.4 Parterna har båda överklagat förvaltningsrättens dom och vidhållit sin inställning i kammarrätten. Oenighet råder således om nivån på de totala löpande påverkbara kostnaderna och kalkylräntans storlek.

3 LÖPANDE PÅVERKBARA KOSTNADER

- 3.1 Ei vidhåller vad som anförts i förvaltningsrätten och i sitt överklagande. Ei har där anslutit sig till den skiljaktiga meningen i förvaltningsrätten. EON har gjort gällande att den skiljaktiga meningen innehåller felaktiga påståenden och grundas på missförstånd. Eon nämner särskilt att det inte stämmer att alla kostnader kvarstår. Det väsentliga är dock att samtliga gemensamma kostnader som tidigare belastade transmissions- och lagerverksamheten kvarstår. Ei anser att de skiljaktiga ledamöterna har uppfattat saken korrekt och att förvaltningsrättens dom ska ändras i denna del i enlighet med den skiljaktiga meningen.

4 KALKYLRÄNTA

- 4.1 Parterna är eniga om att en WACC-beräkning enligt vedertagna metoder ska användas för att uppskatta vilken kalkylränta som ska användas i regleringen. I en sådan beräkning ingår ett antal parametrar, varav metoderna för att fastställa några av dem är föremål för tvist.
- 4.2 Tidsperspektivet har betydelse för flera av parametrarna i en WACC-beräkning. I det aktuella målet är frågan främst aktuell när det gäller bedömningen av riskfri ränta och därmed också marknadsriskpremien. Enligt vedertagen ekonomisk teori fattar en investerare sina beslut baserat på gällande marknadsinformation och en jämförelse av olika investeringsalternativ vid investeringstillfället, dvs. momentant, oavsett investeringens tidshorisont. Även EON:s sakkunniga, PWC, framhåller således att *"Vanligen beräknas WACC vid en specifik tidpunkt och det är vid denna tidpunkt gällande marknadsförutsättningar som speglas i WACC-beräkningen"*¹. Så sker även vid långsiktiga investeringar. Det är Ei:s uppfattning att en WACC-beräkning vid regulatoriska förhållanden bör ske på ett sätt som i möjligaste mån efterliknar vad som är vedertaget vid icke-regulatoriska förhållanden, det vill säga utifrån normala marknadsmässiga villkor.
- 4.3 Post- och telestyrelsen ("PTS") som reglerar en med gasnäten liknande marknad har i förvaltningsrätten i Stockholm, "Teracommålet", beskrivit skillnaderna såvitt avser

¹ Bilaga 1 till EON:s yttrande den 31 maj 2016 (förvaltningsrättens aktbilaga 12), PWC, Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för gasnätets verksamhet, 19 maj 2016, sid. 4.

priser och avkastning mellan marknader med fungerande konkurrens och av PTS reglerade marknader.²

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

- 4.4 När PTS fastställer en kalkylränta försöker PTS alltså försöka efterlikna en marknad där avkastningen varierar över tid. Enligt Ei är utgångspunkterna desamma för gasnätsregleringen, dvs. regleringen ska försöka efterlikna en marknadssituation där avkastningen varierar med konjunkturcykler, marknadsförutsättningar och skiftande förutsättningar på kapitalmarknaden.
- 4.5 Då den aktuella kalkylräntan ska gälla under en fyraårsperiod finns skäl att uppskatta den för hela tidsperioden. Den riskfria räntan ska då också uppskattas utifrån denna tidsperiod, se mer om denna fråga nedan avsnitt 4.7. Bara i det fall en kalkylränta ska fastställas för en längre tidsperiod skulle det vara lämpligt att skatta exempelvis den riskfria räntan för samma längre tidsperiod. Ei har således valt att använda det tidsperspektiv som närmast överensstämmer med vedertagen metod för WACC-beräkning.
- 4.6 Ei anser inte det förenligt med vedertagen metod att anlägga ett längre tidsperspektiv för kalkylräntan, och den riskfria räntan, än den kommande tillsynsperioden. Däremot är det önskvärt att metoderna att fastställa kalkylräntan läggs fast och det därigenom är förutsägbart, transparent och repetitivt hur parametrarna i den sätts. Detta ger långsiktiga och stabila villkor för aktörerna. Det är även nödvändigt att beakta sambanden mellan parametrarna, som exempelvis de mellan den riskfria räntan och marknadsriskpremien. Däremot innebär inte kravet på förutsägbarhet i regleringen att enskilda värden i en WACC-beräkning ska läggas fast utan hänsyn till konjunkturer och marknadsförutsättningar.
- 4.7 **Riskfri ränta**
- 4.7.1 I förvaltningsrätten anförde EON att den s.k. BNP-metoden skulle användas för att fastställa den riskfria räntan. I praktiken innebar detta att den riskfria räntan för evigt, eller i vart fall för en mycket lång tid, skulle vara 4 %. Ei å sin sida vidhöll i

² Bilaga 1 PTS yttrande i Förvaltningsrätten i Stockholms i mål 10447-15 den 4 november 2014, sid. 3-4.

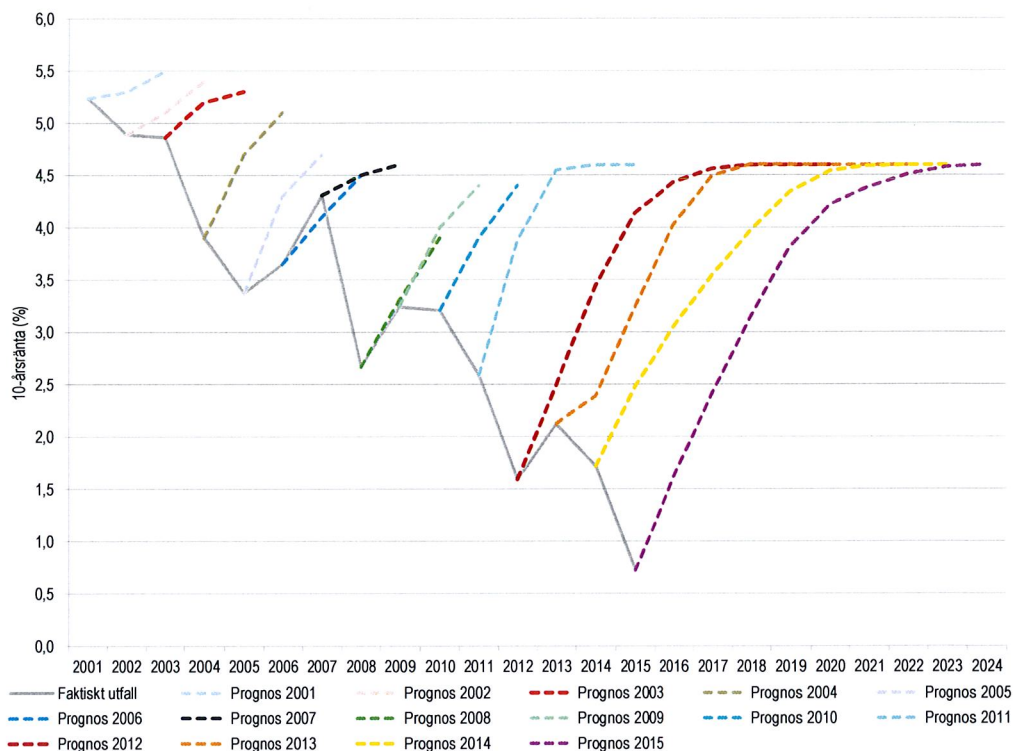
enlighet med sina beslut att den riskfria räntan skulle skattas utifrån en prognos för avkastningen på svenska statsobligationer under den fyraåriga tillsynsperioden som beslutet avsåg. Den riskfria räntan skulle därmed kunna variera mellan olika tillsynsperioder.

- 4.7.2 Förvaltningsrätten delade Ei:s uppfattning om att svenska statsobligationer var det mest lämpliga och allmänt vedertagna sättet att inom ramen för en WACC-beräkning uppskatta en riskfri ränta. Förvaltningsrätten menade dock att metoden ska försöka undvika att kortsiktiga konjunkturförändringar får ett alltför stort utslag på den riskfria räntan, och därmed på kalkylräntan. För att nå ett sådant resultat valde förvaltningsrätten att använda den vid Ei:s beslutstillfälle senast av Konjunkturinstitutet ("KI") utgivna nioåriga prognos (rätteligen scenario) för utvecklingen av tioåriga svenska statsobligationer.
- 4.7.3 Ei vidhåller vad som anförts i överklagandet om skälen till att KI:s scenarier för längre tidsperioder inte är lämpliga att använda vid fastställande av riskfri ränta. En prognos och ett scenario skiljer sig åt. En prognos är ett försök att förutsäga den mest troliga utvecklingen för ett antal variabler, i det här fallet bland annat framtida konjunkturvariationer. Det framgår av KI:s egen publikation³ att en prognos inte är möjlig att göra för längre tid än två år. Ett scenario däremot är endast en konsistent beskrivning av framtiden som kan förväntas givet ett antal centrala, men samtidigt förenklade, antaganden, i detta fall bl.a. att ekonomin alltid rör sig mot ett s.k. jämviktsläge. KI:s nioåriga scenario liknar därmed den av förvaltningsrätten förkastade s.k. BNP-metoden som även den byggde på ett förenklat antagande om en ekonomi i ett jämviktsläge. KI:s scenarier för den längre tidsperioden gör således inte ens anspråk på att vara den troliga utvecklingen av den riskfria räntan för den aktuella tidsperioden. Användandet av KI:s långa scenario kan dessutom antas leda till en överskattning av den riskfria räntan under den aktuella tillsynsperioden, se vidare nedan. Att som förvaltningsrätten använde sig av KI:s scenarier som om de vore prognoser är därför inte en lämplig metod.
- 4.7.4 Ei har i de i Förvaltningsrätten i Linköping pågående elnätsmålen inhämtat ett utlåtande från EY om bl.a. träffsäkerheten av KI:s prognoser/scenarier och marknadens förväntningar för den tioåriga statsobligationsräntan.⁴ Såvitt avser marknadens uppfattning så förväntas inte den tioåriga statsobligationsräntan överstiga 1,4 % under en överskådlig framtid.

³ **Bilaga 2** "Skillnad mellan scenario och prognos". Det kan noteras att KI har förtydligat informationen efter att Ei lämnade in sitt överklagande.

⁴ **Bilaga 3** EY "WACC för elnätsföretag för tillsynsperioden 2016-2019 Kommentarer till yttranden från elnätsföretagen" den 25 augusti 2016

4.7.5 EY har även gjort en grafisk jämförelse av KI:s prognoser och scenarier med faktiskt utfall.



EY skriver i sitt utlåtande: "Som synes har KI:s långsiktiga scenarier haft en mycket låg överensstämmelse med faktiskt utfall.⁵ Sverige har haft ett nedåtgående ränteläge de senaste 16 åren som undersökts (grå heldragen linje). Samtliga år har KI kommit fram till att det ska ske en uppgång i ränteläget (färgade streckade linjer) medan utfallet blev att räntan fortsatte nedåt. Exempelvis innebar KI:s scenario 2011 att räntan 2015 skulle bli 4,6 %, medan det faktiska utfallet blev 0,7 %. Det är endast vid två tillfällen (2006/2007 och 2008/2009) som KI:s prognos kommit i närheten av det faktiska utfallet ett år senare."

4.7.6 Slutsatsen av undersökningen är att desto längre in i framtiden scenarierna blickar desto mindre överensstämmelse med faktiskt historiskt utfall. Detta är en naturlig följd av att KI:s scenarier utgår ifrån två förenklade antaganden. Det första av dessa antaganden är att det s.k. BNP-gapet⁶ går mot noll trots att det i över trettio år i genomsnitt varit ca -1 %. Det andra antagandet är att inflationsmålet om 2 % ska uppnås trots att inflationen endast uppgått till 1,5 % i genomsnitt sedan målet infördes. Dessa två antaganden innebär sammantaget att en användning av KI:s

⁵ "KI framhåller också på sin hemsida att scenarierna baseras på ett antal centrala, men samtidigt förenklade, antaganden", se även not 3 bilaga 2 (vår anmärkning).

⁶ Den procentuella skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP (vår anmärkning).

nioåriga scenario leder till en klar överskattning av den riskfria räntan för tillsynsperioden.

4.7.7 EY:s undersökning visar att redan användningen av KI:s prognoser och scenarier för tillsynsperioden kan leda till viss överskattning av den riskfria räntan. Det gäller i synnerhet vid en jämförelse av marknadens förväntningar av utvecklingen för den tioåriga statsobligationsräntan. Ei anser dock att denna möjliga mindre överskattning är godtagbar utifrån syftet med regleringen. Metoden som sådan är förutsägbar, transparent och repetitiv.

4.7.8 Om en riskfri ränta bestäms utifrån alltför långsiktiga scenarier som inte ens gör anspråk på att spegla den mest troliga utvecklingen, vilket definitivt är fallet med det nioåriga scenariot, kommer den inte att spegla de under tillsynsperioden faktiska avkastningskraven utan i alltför hög grad gå i "otakt" med ekonomin i övrigt. Ett fyraårigt perspektiv som sammanfaller med tillsynsperioden är mer rättvisande och i överensstämmelse med vedertagen metod. Då ett användande av KI:s nioåriga scenarier leder till en orimligt hög avkastning står förvaltningsrättens dom i denna del därmed i strid med 6 kap. 10 § naturgaslagen.

4.7.9 I det fall kammarrätten överväger en metod som tar hänsyn till längre tidsperioder är det Ei:s uppfattning att en möjlig sådan är att helt eller delvis använda historiska utfall i likhet med den metod som används av PTS, jmf Ei:s överklagande avsnitt 4.3.8-4.3.9. Historiska utfall används redan vid skattningen av flera andra parametrar i WACC-beräkningen som exempelvis kreditriskpremie och betavärde. EON:s invändning mot användandet av historiska utfall framstår, i ljuset av vad som anförts gällande, frågan om löptidspremie som motsägelsefullt eftersom EON har uppskattat denna i princip enkom baserat på historiska utfall av skillnaden mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer.

4.8 Löptidspremie

4.8.1 EON har i kammarrätten yrkat att – utöver användandet av KI:s nioåriga scenarier – en s.k. löptidspremie ska läggas till vid fastställandet av den riskfria räntan. Ei anser att det saknas skäl för en löptidspremie. Skälen för detta är flera.

4.8.2 Frågan om löptidspremien är en del av EON:s genomgående tema om att den riskfria räntan underskattats såväl av Ei som av förvaltningsrätten genom användningen av statsobligationer med en tioårig löptid. Ei tillbakavisar att den riskfria räntan underskattats. Tvärtom har den, på sätt som redogjorts för ovan, i viss mån överskattats.

4.8.3 Ett av de argument som EON fört fram är att löptiden på den riskfria räntan ska motsvara "investeringshorisonten" och att de därför ska kompenseras för att långa

statsobligationer normalt har högre ränta än kortare statsobligationer mot bakgrund av att investeringarnas livslängd är längre än statsobligationernas löptid. Förvaltningsrätten har delat Ei:s uppfattning att tioåriga statsobligationer är den vedertagna och i regleringen lämpliga tillgången att utgå ifrån vid bedömning även av långsiktiga investeringar och förkastat användningen av 30-åriga statsobligationer. Här kan även jämföras med vad Tomträtts- och arrendeutredningen uttalat i samband med fastställande av avgäldsrentan⁷:

”Av konjunkturinstitutets rapport får anses framgå att utbudet av värdepapper med så lång löptid som 30 år är högst begränsat och att utvecklingen för sådana papper därför är svårbedömd, åtminstone för svensk del. Därmed är det svårt att på säkra grunder göra en bedömning av realräntan utifrån värdepapper med löptider kring 30 år. Det finns helt enkelt för få riskfria placeringsalternativ med 30-årig löptid för att det ska vara ett relevant mått på realräntans nivå. En genomsnittlig avkastning på tioåriga nominella statsobligationer – vilka i Sverige är likvida, i princip riskfria och har funnits under lång tid – framstår därför som det rimligaste måttet vid bedömningen av den långsiktiga långa realräntans nivå.”

- 4.8.4 Vid infrastrukturinvesteringar finns i de allra flesta fall en skillnad mellan tillgångens livslängd och löptiden på lånen som finansierar investeringen. Det ska dock beaktas att även långsiktiga infrastrukturprojekt i realiteten finansieras med en löptid eller räntebindningstid om 5-10 år. Ei menar att det saknas skäl att särbehandla investeringar i naturgasnät i förhållande till den finansiella verklighet som råder på marknaden i övrigt.
- 4.8.5 För det fall kammarrätten trots de skäl som talar emot en löptidspremie skulle överväga att lägga till en sådan ska också följande beaktas.
- 4.8.6 Vad som anförts av EON som en löptidspremie är i egentlig mening en löptidsdifferens mellan en lång och kort statsobligation, dvs. skillnaden mellan obligationernas räntesatser. En löptidspremie är något annat. Det är av vikt att hålla isär löptidspremier och löptidsdifferenser. Även om det finns en iakttagbar löptidsdifferens behöver detta inte i sig innebära att det finns en positiv löptidspremie. En löptidspremie kan med andra ord vara noll eller negativ även om det finns en positiv löptidsdifferens.
- 4.8.7 Det finns olika teorier om förekomsten av löptidspremier. Enligt den s.k. förväntningshypotesen kräver en investerare samma avkastning på korta och långa statsobligationer. Genom att statsobligationerna är substitut till varandra finns därmed ingen löptidspremie. Om det finns en löptidspremie innebär det att några investerare föredrar vissa löptider framför andra och att obligationer med olika löptid inte anses vara perfekta substitut. Den positiva löptidspremien (en löptidspremie kan också vara negativ) motsvarar då den kompensation en investerare önskar för att ta positioner utanför sin normala placerings-/finansieringshorisont. Med andra ord är en

⁷ SOU 2012:71 sid. 126

positiv löptidspremie en kompensation för den risk som investerare kan uppfatta finns med den längre löptiden. En sådan risk kan bero på osäkerhet kring låntagares återbetalningsförmåga på lång sikt, men även på osäkerhet kring framtida makroekonomiska förutsättningar såsom inflationsutvecklingen.

- 4.8.8 Ei har vare sig utrett frågan om förekomsten av eller storleken på en eventuell löptidspremie. En sådan undersökning har dock gjorts av Riksgälden år 2015 i samband med förslag om riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016-2019.⁸ Riksgälden beskriver där också vad en löptidspremie är och hur den kan uppskattas. Det framgår tydligt att en löptidspremie inte är detsamma som löptidsdifferensen. Det framgår också att det är svårt att mäta såväl framtida förväntningar om räntor som löptidspremier. Riksgäldens undersökning visar att löptidspremien fallit och bedöms fortsätta vara låg eller negativ för en överskådlig framtid. Detta har också regeringen utgått från vid beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016.⁹
- 4.8.9 Förekomsten av en räntedifferens mellan korta och långa obligationer när löptidspremien är noll eller negativ innebär endast att det finns förväntningar om högre räntor någon gång i framtiden. En sådan förväntan är naturlig i ett läge med låga, i vissa fall negativa, räntor. Det utgör dock inte en grund för att kompensera en aktör i förtid för förväntningar om framtida räntor. Eftersom kalkylräntan fastställs av Ei inför varje tillsynsperiod, dvs. vart fjärde år, säkerställs också att upp- och nedgångar i det allmänna ränteläget beaktas för den tidsperiod då det är relevant. Det skulle vara orimligt att i förtid använda en möjligen förväntad men inte säkerställd framtida högre total räntenivå vid en skattning av den riskfria räntan.
- 4.8.10 EON baserar sin löptidspremie på det historiska utfallet då det synes ha funnits en positiv löptidsdifferens mellan korta och långa räntor. Denna differens vill EON applicera som en löptidspremie för framtiden. Detta samtidigt som EON menar att KI:s nioåriga scenarier ska tillämpas. Det kan ifrågasättas om det överhuvudtaget kan bli aktuellt med en löptidspremie om den riskfria räntan skattas på detta sätt. Det föreligger nämligen då en överhängande risk att den riskfria räntan överskattas dubbelt. Om det nioåriga tidsperspektivet används innebär det i praktiken att den riskfria räntan i regleringen alltid kommer att röra sig mot ett jämviktsläge, se ovan avsnitt 4.7.3. Detta följer av de förenklade antaganden som ligger till grund för KI:s scenarier. EON skulle därmed vara tillförsäkrad en riskfri ränta nära jämvikten. Under dessa förhållanden finns knappast de risker som kan ge upphov till eller motivera en löptidspremie. Dessutom är inflationsrisken en av de risker som kan ge upphov till en löptidspremie. Denna risk är dock inte alls aktuell för inflationsskyddade tillgångar som gasnät, där avkastningen beräknas reallt.

⁸ **Bilaga 4**, PM Statsskuldens löptid, Riksgälden den 31 augusti 2015 (Statsskuldens förvaltning Förslag till riktlinjer den 30 september 2015 dnr 2015/995)

⁹ **Bilaga 5**, Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016, Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2015

- 4.8.11 Därutöver bör noteras att inte ens gasnätsbolagens egna experter är eniga om att en löptidspremie bör tillämpas vid fastställande av riskfri ränta. I det av Swedegas åberopade yttrandet från Thore Johnsen¹⁰ används 10-åriga statsobligationer som grund för fastställande av riskfri ränta. Thore Johnsen tar uttryckligen avstånd från åsikten att anläggningarnas långa livslängd skulle vara skäl för användning av 30-åriga statsobligationer i WACC-beräkningen, då denna åsikt enligt Johnsen *"...uttrykker [...] en sammenblanding av terminspremier mellom et marked for nominelle verdipapirer (statsobligasjoner) og markedet for inflasjonsbeskyttede inntektskrav (aksjer og eiendom)."*¹¹. Den löptidspremie som kan finnas för värdepapper som obligationer är enligt Johnsen irrelevant vid fastställande av avkastningskravet för inflationskyddade tillgångar som anläggningar för gasdistribution¹². Trots detta uttalande anser EON att en löptidspremie beräknad på 30-åriga obligationer ska användas vid fastställande av avkastningskrav för dessa anläggningar.
- 4.8.12 EON har gjort gällande att den 30-åriga statsobligationen är tillräckligt likvid för att användas vid fastställande av en löptidspremie. När det gäller frågan om likviditet är det viktigt att notera att likviditet kan mätas på olika sätt och i olika syften. Endast den omständigheten att Finansinspektionen i ett specifikt sammanhang har uttalat att den 30-åriga obligationen är likvid innebär således inte att den är lämplig att använda i andra sammanhang. Ei menar att det finns uppenbara svårigheter med att använda en obligation som, i vart fall periodvis, har bristande likviditet. Det finns dessutom endast en 30-årig statsobligation i Sverige, som löper ut 2039. Dessa förhållanden innebär i sig att obligationen är olämplig att använda i en reglering som ska vara tydlig, transparent, repetitiv och gälla under en lång tid.
- 4.8.13 Det som anförts ovan visar på svårigheterna att avgöra om det finns någon löptidspremie alls och i så fall hur stor den är. Redan av vad som anförts av EON så framgår att det saknas en tydlig, transparent och repetitiv metod att fastställa den av EON önskade löptidspremien.

4.9 Marknadsriskpremien

- 4.9.1 Ei fastställde i de överklagade besluten marknadsriskpremien till 5 % i samband med en riskfri ränta om 3,33 %. I förvaltningsrätten anförde EON att marknadsriskpremien skulle sättas till 4,735 % enkom eftersom det var den procentsatsen som användes av kammarrätten i elnätsmålen¹³. Förvaltningsrätten

¹⁰ Bilaga 2 till Swedegas kompletterande överklagande till förvaltningsrätten av den 30 januari 2015 i mål 8016-14

¹¹ "uttrykker [...] en sammenblanding mellom løptidspremier på marknaden for verdipapirer (statsobligasjoner) og marknaden for inflasjonskyddede inntektskrav (aktier og eiendom)." (vår översättning)

¹² Se närmare (not 10) Johnsens utlåtanden sid. 6-7.

¹³ Kammarrätten i Jönköpings domar den 10 november 2014 i mål nr 61-14, 101-14 och 129-14.

valde att använda en marknadsriskpremie om 5 % trots att nivån på den riskfria räntan höjdes till 3,83 %.

- 4.9.2 Trots EON:s invändningar vidhåller Ei att det finns ett direkt samband mellan de två parametrarna riskfri ränta och marknadsriskpremie. Detta samband måste beaktas. Marknadsriskpremien är skillnaden mellan aktiemarknadens förväntade avkastning och den riskfria räntan. Skillnaden mellan aktiemarknadens avkastning och den riskfria räntan är beroende av löptiden för den använda obligationen. I de utlåtanden som Ei inhämtat från EY framgår detta samband tydligt.¹⁴
- 4.9.3 Ei har inte påstått att marknadens förväntade avkastning (r_m) alltid är given. Ei har endast påvisat att en ändring av den riskfria räntan med nödvändighet även påverkar bedömningen av marknadsriskpremiens storlek. Detta följer av formeln i CAPM (Capital Asset Pricing Model) som Ei använt i sin WACC-beräkning.
- 4.9.4 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. Det skulle därför vara direkt felaktigt att använda samma höga marknadsriskpremie om den riskfria räntan fastställs utifrån ett snitt för en nioårig framåtblickande period där det antas att den riskfria räntan ökar stadigt på väg mot ett s.k. jämviktsläge. Detta innebär samma problematik som användningen av KI:s scenarier för den riskfria räntan med alltför långa tidsperioder eftersom antagandet om ett framtida jämviktsläge ger alltför stort utslag på resultatet. Det föreligger även betydande svårigheter att år 2014 uppskatta ett troligt marknadsläge år 2024. Samma problematik kommer att återkomma inför varje tillsynsperiod. För det fall kammarrätten väljer att ändra storleken på den riskfria räntan i förhållande till Ei:s beslut måste marknadsriskpremien justeras utifrån rådande samband mellan de båda parametrarna.
- 4.10 **Särskild riskpremie**
- 4.10.1 Förvaltningsrätten har delat Ei:s uppfattning och funnit att det saknas skäl att ändra den i beslutet fastställda särskilda riskpremien om 1,5 %. EON hävdar i sitt överklagande alltjämt att den minst ska fastställas till 2 %. Ei bestrider ändring på de skäl som redovisats i förvaltningsrätten. Parterna är således eniga om att en särskild riskpremie ska tillämpas men inte hur stor den ska vara.
- 4.10.2 I en WACC-beräkning ingår ett betavärde som hanterar systematiska, välkända risker för en hel marknad eller bransch. Vid bedömningen av avkastningen på eget kapital används CAPM. Enligt CAPM-teorin kan icke-systematiska risker diversifieras

¹⁴ Se bilaga 3 ovan (sidan 2-3) samt även Ei:s yttrande till förvaltningsrätten den 13 april 2015, särskilt bilaga 1 EY WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden 2015-2018 Utveckling av metodmässiga grunder av den 31 mars 2015

bort genom justeringar i innehavet av tillgångar. Dessa risker ingår därför inte i CAPM. Den särskilda riskpremien är en följd av kritik mot CAPM och avser icke-systematiska risker som ett företag inte har möjlighet att diversifiera bort.

- 4.10.3 Nämnda kritik mot CAPM är relaterad till värdering av små onoterade bolag på en konkurrensutsatt marknad, som kan möta risker som inte fångas av CAPM. Det finns dock inte någon teoretisk konsensus om hur detta ska hanteras. Ei är av uppfattningen att det under vissa förutsättningar kan vara motiverat med en särskild riskpremie, däribland i svensk gasnätsverksamhet. En sådan särskild riskpremie måste dock noga vägas in mot de förekommande riskerna. Ei har funnit att det i elnätsverksamhet inte är motiverat med någon särskild riskpremie¹⁵. Samma slutsats har PTS dragit gällande telekombranschen¹⁶.
- 4.10.4 Ett tillägg som går utöver den särskilda riskpremie som Ei redan beslutat om skulle leda till att kalkylräntan för gasnätsföretagen överskattas. När det gäller nivån på den särskilda riskpremien vill Ei särskilt peka på vad myndigheten anfört i sitt yttrande till Förvaltningsrätten i Linköping den 7 december 2015. Av detta yttrande framgår det att den av Ei tillämpade särskilda riskpremien gör att gasnätsföretagens avkastning på eget kapital motsvarar ett högre betavärde än aktiemarknadsindex. Detta är högt för monopolverksamhet med en garanterad intäktsram.
- 4.10.5 Ei delar förvaltningsrättens uppfattning att den särskilda riskpremien inte ska fastställas i relation till elnätsföretagen. Ei delar dock även EON:s uppfattning att bedömningen av den särskilda riskpremien ska ske konsekvent, oavsett om det gäller elnät eller gasnät.
- 4.10.6 Ei vill i sammanhanget också framhålla att det är fullt möjligt för EON att få en högre faktisk avkastning än den i regleringen fastställda. En eventuell framtida ändring av regleringen kan dessutom lika gärna innebära att EON:s avkastning blir högre som lägre. Det stämmer alltså inte, som PWC påstår,¹⁷ att avkastningen inte kan bli högre än den i regleringen fastställda kalkylräntan.
- 4.10.7 Den särskilda riskpremie som beslutats av Ei och fastställts av förvaltningsrätten kompenserar mer än väl för de specifika risker som svenska naturgasföretag utsätts för i förhållande till jämförelsebolagen, dvs. för politisk risk, beroende av ett fåtal kunder och det svenska gasnätets struktur.

¹⁵ Bilaga 6, Ei, Kalkylränta avseende tillsynsperioden 2016-2019 sid 12-13

¹⁶ Se not 2 samt bilaga 7, PTS yttrande den 31 augusti 2015 till Förvaltningsrätten i Stockholm mål 10447-15

¹⁷ Se not 1 (bilaga 1 till EON:s yttrande den 31 maj 2016 (förvaltningsrättens aktbilaga 12), PWC, Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för gasnätsverksamhet, 19 maj 2016) sid. 2.

4.10.8 Ei delar förvaltningsrättens uppfattning att någon generell småbolagspremie inte ska läggas till i den särskilda riskpremien. Det svenska gasnätet utgör en stabil marknad även om de svenska gasnätsföretagen är små vid en internationell jämförelse.

4.11 **Kreditriskpremie**

4.11.1 Förvaltningsrätten har fastställt den av Ei tillämpade kreditriskpremien om 1,8 %. EON menar att om inte en löptidspremie läggs till den riskfria räntan så ska kreditriskpremien höjas till 2,5 %. Om löptidspremie läggs till accepterar EON att kreditriskpremien sätts till 1,8 %. Ei bestrider att en löptidspremie ska användas vid beräkningen av den riskfria räntan och vidhåller i sak vad som anförts avsnitt 4.8 ovan. Ei bestrider även att kreditriskpremien ska höjas.

4.12 **Inflation**

4.12.1 Ei vidhåller även i denna del att det är olämpligt att använda sig av KI:s nioåriga scenarier.

5 KAMMARRÄTTEN BÖR UTSE OBEROENDE SAKKUNNIG

5.1 Ei vidhåller att kammarrätten bör utser en oberoende sakkunnig.

6 HANDLÄGGNING

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

6.2 Det bör noteras att i de pågående målen i Förvaltningsrätten i Linköping angående elnätsföretagens intäktsramar för 2016-2019 (elnätsmålen) förekommer flera identiska frågeställningar som i dessa mål. Det gäller frågan om den riskfria räntan och löptidspremien samt frågan om marknadsriskpremien. Även i fråga om den särskilda riskpremien finns det vissa likheter i parternas argumentation. Då regleringarna uppvisar stora likheter är det Ei:s uppfattning att det är av största vikt att bedömningen görs konsekvent för de båda regleringarna.

Göteborg den 30 september 2016


Jörgen Larsson


Tobias Bengtsson